

**В.В. РУДЬКО-СИЛИВАНОВ,
Ф.Б. КУЛЕШОВ**

Новое инфляционное таргетирование

Предложено совершенствование режима монетарной политики, известного как инфляционное таргетирование, на основе широкого спектра монетарных и пруденциальных инструментов. Отмечена необходимость сохранения ценовой стабильности как ключевой цели данного режима. Результаты позволят центральным банкам более эффективно реагировать на появление финансовых дисбалансов и возможные экономические кризисы.

Ключевые слова: инфляция, таргетирование инфляции, международный финансовый кризис.

New inflationary Targeting. Rudko-Silivanov V.V., Kuleshov F.B.

The development of monetary policy regime that is known as inflationary targeting based wide range of monetary and prudential tools is proposed. The necessity of price stability maintenance as the key target of this regime is pointed. The results will let the central banks to respond to appearance of financial disbalance and possible economic crises.

Key Terms: exchange inflation, targeting of inflation, international financial crisis.

Инфляционное таргетирование (ИТ) – режим монетарной политики, который предполагает институциональное признание стабильности цен как первоочередной долгосрочной стратегической цели и обязательство центрального банка достичь этой цели с использованием всех доступных инструментов [3. С. 598]. В период устойчивого экономического роста ИТ считалось эффективным и предпочтительным режимом денежно-кредитной политики (ДКП) среди центральных банков как развитых, так и развивающихся стран [4. С. 84]. Однако экономический кризис выявил в нем существенные недостатки, которые заключаются в том, что ИТ не смогло предотвратить появление кризиса, а стандартные инструменты данного режима ДКП не позволили обеспечить восстановление стабильного экономического роста. Это дало основание говорить о необходимости отказа от ИТ и от приверженности ценовой стабильности. По нашему мнению, ИТ является оптимальным режимом монетарной политики и должно сохранить свои ключевые элементы, а выявленные в период кризиса недостатки можно устранить.

Причинами широкого применения ИТ в международной практике послужили следующие положения современной макроэкономики:

1. Низкая стабильная инфляция является необходимым условием для устойчивого экономического роста;

2. В средне- и долгосрочном периоде центральные банки могут эффективно контролировать исключительно инфляцию [7].

В 2012 г. центральные банки 22 стран официально использовали ИТ. Многие другие страны применяли его ключевые элементы, но не объявляли об этом официально.

Для сравнения основные макроэкономические показатели стран с разным уровнем развития в период устойчивого экономического роста, а также в период мирового кризиса представлены в таблице. Данные доказывают, что ИТ является наиболее эффективным режимом монетарной политики. Особенно убедительно сравнение стран с развивающимися экономиками. На этом основании можно сделать вывод, что у развивающихся стран при использовании ИТ волатильность основных экономических показателей значительно ниже, чем у стран, использующих другие режимы ДКП.

Разница между показателями развитых стран, использующих ИТ и другие режимы ДКП, незначительна. По нашему мнению, это связано в первую очередь с тем, что к ценовой стабильности стремятся практически все центральные банки развитых стран, однако официально не объявляют ее основной целью. В качестве примера можно привести Европейский центральный банк и Федеральную резервную систему. Основным преимуществом использования ИТ для развитых стран стало отсутствие значительного падения инфляции в период с 2007 по 2012 г., что предотвратило угрозу дефляции.

Несмотря на то что страны, использующие ИТ, в целом имели лучшие основные экономические показатели в сравнении со странами, не применяющими такой режим ДКП, это не смогло предотвратить появление кризиса и, по нашему мнению, неэффективно нивелировало его последствия.

Недостатками применения ИТ в период кризиса можно назвать следующее:

1. *Ценовая стабильность не может рассматриваться в отрыве от финансовой стабильности.* Современный кризис доказал, что финансовые дисбалансы и риски могут накапливаться в период стабильной и низкой инфляции. Центральные банки, отвечающие только за инфляцию, склонны недооценивать риски финансовой системы, т. к. подобные оценки не являются их целью. Кроме того, до мирового экономического кризиса у центральных банков, по нашему мнению, не хватало инструментов, пригодных для обеспечения финансовой стабильности.

2. *Применение стандартных инструментов неэффективно при нулевых краткосрочных процентных ставках.* В период, предшествующий кризису, центральные банки имели инструменты, позволяющие регулировать исключительно краткосрочные процентные ставки, с помощью которых оказывалось влияние на инфляцию и экономичес-

кий рост. Одной из главных неожиданностей, которую принес современный кризис, стало попадание большинства развитых стран в ловушку ликвидности – ситуацию, когда краткосрочные процентные ставки в экономике снижаются практически до нуля, но, несмотря на это, экономический рост отсутствует [5. С. 4]. Во время кризиса стандартные инструменты по стимулированию экономики стали бесполезны.

Реалии современной экономики свидетельствуют о необходимости совершенствования ИТ посредством внедрения следующих элементов:

1. *Использование центральными банками пруденциального финансового контроля* (имеется в виду контроль финансового рынка в целом, а не банковский надзор). Речь идет о поиске инструментов, которые позволят эффективно идентифицировать, оценивать и регулировать дисбалансы и риски в финансовом секторе, что предотвратит распространение финансового кризиса на реальную экономику. Такими инструментами могут стать антициклические нормативные требования достаточности капитала финансовых организаций и прямые ограничения на рынках, которые имеют признаки финансового пузыря. В качестве примера можно предложить ограничения, связанные с ужесточением требований к качеству и объему залога в сегменте ипотечного кредитования, в случае если, по мнению регулятора, имеют место дисбалансы на рынке недвижимости. Мы считаем, что пруденциальные инструменты центральных банков в финансовом секторе в дальнейшем будут играть основную роль в предотвращении кризисов.

Центральным банкам необходимо предоставить все необходимые инструменты, применение которых обеспечит эффективное управление рисками в финансовом секторе.

2. *Центральные банки должны использовать инновационные инструменты для влияния на процентные ставки в экономике.* Используемое центральными банками допущение, что для защиты реальной экономики от финансового кризиса достаточно уметь быстро снижать краткосрочные процентные ставки, оказалось ошибочным. Практика показала, что связь между финансовым сектором и реальной экономикой гораздо более глубокая. Совершенствование инструментов влияния должно развиваться по направлению эффективного контроля над долгосрочными процентными ставками.

Центральные банки, попавшие в ловушку ликвидности, а значит, не способные стимулировать экономику посредством снижения краткосрочных процентных ставок, должны эффективно применять следующие нестандартные инструменты для управления долгосрочными процентными ставками:

а) наращивание балансов центральными банками, которое заключается в покупке финансовых активов. Примерами служат действия Федеральной резервной системы (ФРС) по покупке долгосрочных облигаций с целью снижения общего уровня долгосрочных процентных ставок;

**Макроэкономические показатели стран, использовавших ИТ и другие режимы
монетарной политики в период 2000–2012 гг., %**

Показатель	Развитые экономики				Развивающиеся экономики			
	использующие ИТ*		не использующие ИТ**		использующие ИТ***		не использующие ИТ****	
	2000–2006 гг.	2007–2012 гг.	2000–2006 гг.	2007–2012 гг.	2000–2006 гг.	2007–2012 гг.	2000–2006 гг.	2007–2012 гг.
Инфляция	2,20 (1,38)	2,30 (1,60)	1,47 (0,70)	1,41 (1,59)	4,14 (1,19)	4,50 (1,76)	7,29 (3,01)	5,25 (2,27)
Краткосрочные инфляционные ожидания	2,12 (0,24)	2,25 (0,51)	1,44 (0,24)	1,28 (0,55)	4,29 (0,73)	4,19 (0,54)	7,33 (2,69)	4,65 (1,20)
Рост ВВП	2,99 (1,63)	1,26 (2,53)	1,97 (1,66)	0,40 (3,38)	4,51 (1,80)	3,65 (3,85)	7,13 (4,50)	4,13 (5,53)

Примечание. Составлено по: [1, 2, 6], расчеты авторов. В скобках - среднеквадратичное отклонение.

* Австралия, Канада, Новая Зеландия, Норвегия, Швеция и Великобритания.

** Дания, Еврозона, Япония, Швейцария, США.

*** Бразилия, Чили, Колумбия, Чешская Республика, Венгрия, Индонезия, Израиль, Корея, Мексика, Перу, Филиппины, Польша, Румыния, ЮАР, Таиланд и Турция (Индонезия, Румыния и Турция не использовали ИТ до 2006 г.).

**** Аргентина, Болгария, Китай, Хорватия, Гонконг, Индия, Латвия, Литва, Малайзия, Россия, Сингапур.

б) управление ожиданиями экономических субъектов относительно будущих процентных ставок. Поскольку долгосрочные процентные ставки зависят от краткосрочных ставок в будущем, центральные банки могут пообещать, что, несмотря на восстановление экономики, которое рано или поздно произойдет, краткосрочные ставки будут оставаться низкими. Примером являются действия ФРС, которая заявила, что не будет менять процентные ставки до 2015 г.

Важно отметить, что применение пруденциального финансового контроля и инновационных инструментов не вступает в конфликт с фундаментальной целью ИТ – низкой и стабильной инфляцией.

Классическое ИТ включает в себя все необходимые элементы для того, чтобы являться эффективным и предпочтительным режимом ДКП среди центральных банков как развитых, так и развивающихся стран в период устойчивого экономического роста. Новое ИТ предполагает наличие нескольких составляющих, которые позволят данному режиму монетарной политики оставаться эффективным в период финансовой нестабильности. К таким элементам, по нашему мнению, можно отнести:

1. Признание финансовой стабильности необходимым полем деятельности центрального банка и ее обеспечение посредством внедрения пруденциального финансового контроля;

2. Наличие инструментов, способных в случае необходимости эффективно регулировать долгосрочные процентные ставки в экономике.

Таким образом, можно сделать вывод, что кризис не должен вынудить центральные банки отойти от приверженности ценовой стабильности. Новое ИТ, предложенное авторами, включает элементы, которые способны не только эффективно противостоять будущим экономическим спадам, но и предотвращать их.

Литература

1. Банк международных расчетов. Режим доступа: <http://www.bis.org/statistics/index.htm> (дата обращения 01.09.2013).
2. Всемирный банк. Режим доступа: <http://databank.worldbank.org> (дата обращения 01.09.2013).
3. Мишкин С.Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 7-е изд. М.: Изд. дом. «Вильямс», 2006. 880 с.
4. Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. 2-е изд. М.: Изд-во «Дело» АНХ, 2009. 208 с.
5. Blanchard O, Dell’Ariccia G., Mauro P. «Rethinking Macroeconomic Policy». Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>. (дата обращения 01.09.2013).

6. Consensus Economics. Режим доступа: <http://www.consensuseconomics.com> (дата обращения 01.09.2013).
7. Romer D. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill/Irwin, 2011. 736 p.

References

1. *Bank mezhdunarodnyh raschotov* [Bank for international settlements]. Available at: <http://www.bis.org/statistics/index.htm> (accessed 01.09.2013).
2. *Vsemirnyj bank* [The World Bank]. Available at: <http://databank.worldbank.org> (accessed 01.09.2013).
3. Mishkin S.F. *Ekonomicheskaja teorija deneg, bankovskogo dela i finansovyh riskov* [Economic theory of money, banking and financial risks]. Moscow: Izd. dom «Wilyams», 2006. 880 p.
4. Ulukaev A.V. *Sovremennaja denezhno-kreditnaja politika: problemy i perspektivy* [Modern monetary policy: problems and prospects]. Izdvo «Delo» ANH, 2009, 2-e izd. 208 p.
5. Blanchard O., Dell'Aricecia G., Mauro P. *Rethinking Macroeconomic Policy* [Rethinking Macroeconomic Policy]. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf> (accessed 01.09.2013).
6. *Consensus Economics* [ConsensusEconomics]. Available at: <http://www.consensuseconomics.com> (accessed 01.09.2013).
7. Romer D. *Advanced Macroeconomics* [Advanced Macroeconomics]. McGraw-Hill/Irwin, 2011. 736 p.