



Опыт применения нестандартных мер политики инфляционного таргетирования в условиях финансовой нестабильности

*Скареднов Е.В.*¹

¹ Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ:

Режим таргетирования инфляции достаточно успешно зарекомендовал себя в практике проведения монетарной политики десятков государств. Однако в условиях финансовой нестабильности традиционные подходы инфляционного таргетирования могут оказаться недостаточно эффективными, что выражается в отклонениях показателя инфляции от целевых значений, а также в нарушениях работы трансмиссионного механизма. По этой причине некоторые исследователи предлагают расширить мандаты центральных банков и даже модифицировать сам режим таргетирования инфляции.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: инфляция, таргетирование инфляции, инфляционное таргетирование, финансовая нестабильность

Experience in applying non-standard inflation targeting policy measures during financial instability

*Skarednov E.V.*¹

¹ The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

Режим таргетирования инфляции достаточно успешно зарекомендовал себя в практике проведения монетарной политики десятков государств. Однако в условиях финансовой нестабильности традиционные подходы инфляционного таргетирования могут оказаться недостаточно эффективными, что выражается в отклонениях показателя инфляции от целевых значений, а также в нарушениях работы трансмиссионного механизма. По этой причине некоторые исследователи предлагают расширить мандаты центральных банков и даже модифицировать сам режим таргетирования инфляции¹.

¹ См. например: К.В. Юдаева – О валютной политике // Вопросы экономики. 2010. № 1., С.А. Андрюшин, В.В. Кузнецова – Приоритеты денежно-кредитной политики Центральных Банков в новых условиях // Вопросы эконо-номики. 2011. №6

Известно, что существует два основных подхода к определению инфляционного таргетирования как режима монетарной политики: жесткий и гибкий. В экономической литературе традиционно подобная градация режима инфляционного таргетирования относится к части определения набора целей (исключительно инфляционная или также и сопутствующие цели) монетарной политики, а также степени приверженности целям (допустимость отклонений)². В данной статье предлагается рассматривать градацию в более широком смысле, также учитывая и допустимый набор инструментов, применяемый в рамках политики таргетирования инфляции.

Жесткий подход по своей сути ближе к правилам денежно-кредитной политики, в то время как гибкий подход предполагает рассматривать инфляционное таргетирование как некий набор общих принципов, задающих вектор монетарной политике [2] (Moiseev, 2004)³. В частности, гибкого подхода придерживаются такие известные идеологи таргетирования инфляции, как экс-председатель ФРС США Б. Бернанке, член совета управляющих ФРС США Т. Лаубах, президент Института мировой экономики Петерсона А. Позен и профессор Колумбийской бизнес-школы Ф. Мишкин. Учитывая, что и правила денежно-кредитной политики со временем также претерпевают изменения (ярким примером может служить знаменитое правило Тейлора, имеющее несколько модификаций) [3] (Moiseev, 2002), расширение инструментария для целей инфляционного таргетирования видится вполне уместным и целесообразным.

² Inflation Targeting. Lars E.O. Svensson // NBER Working Paper No. 16654, December 2010. P.1-3

³ Inflation Targeting: lessons from the international experience / Ben S. Bernanke [et al.] Princeton University Press. 1999, P.21-25; Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование. Монография – М.: Маркет ДС, 2004, С. 30-31

ABSTRACT:

The inflation targeting regime has proved itself quite successful in the practice of implementing the monetary policy of dozens of states. However, in financial instability, traditional approaches to inflation targeting may not be effective enough, which shows itself in deviations of the inflation indicator from the target values and in the disorder of the transmission mechanism. Because of that some researchers suggest extending the mandates of central banks and even modifying the very inflation targeting regime.

KEYWORDS: inflation, inflation targeting, inflationary targeting, financial instability

JEL-Classification: G18, G32, G38

Received: 08.12.2016 / **Published:** 30.12.2016

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers
For correspondence: Skarednov E.V. (skarednov_uigen@mail.ru)

CITATION:

Skarednov E.V. [2016] Opyt primeneniya nestandardnyh mer politiki inflyatsionnogo targetirovaniya v usloviyakh finansovoy nestabilnosti [Experience in applying non-standard inflation targeting policy measures during financial instability]. *Globalnye rynki i finansovyy inzhiring*. 3. (4). – 259-268. doi: [10.18334/grfi.3.4.37184](https://doi.org/10.18334/grfi.3.4.37184)

Общепринятая практика применения режима инфляционного таргетирования позволяет выделить характерные для него особенности в плане теоретического обоснования и практического использования инструментов монетарной политики⁴. Так, классическая политика инфляционного таргетирования подразумевает манипулирование краткосрочной процентной ставкой по операциям предоставления ликвидности участникам денежного рынка. Данное манипулирование происходит посредством управления объемом денежной базы (через него оказывается воздействие на стоимость денег, выраженную процентной ставкой, совокупный спрос, уровень издержек и, как следствие, уровень инфляции). Также процентная политика несет в себе информационную составляющую – ставка выступает своего рода ключевым индикатором, формируя тем самым инфляционные ожидания.

Таким образом, структуру классического инструментария центрального банка в рамках таргетирования инфляции можно представить в следующем виде:

- объявление ключевой процентной ставки;
- проведение операций предоставления и абсорбирования ликвидности с целью влияния на рыночную краткосрочную ставку;
- проведение информационной политики с целью влияния на инфляционные ожидания.

В рамках гибкого подхода к таргетированию инфляции в дополнение к процентному инструментарию допускается по необходимости применять также и сопутствующие меры, например интервенции на денежном или валютном рынках. В широком смысле допускается применять любые инструменты, отвечающие достижению инфляционной цели⁵. Стоит отметить, что указанные меры характерны больше для других режимов монетарной политики: таргетирования денежной массы и таргетирования валютного курса. Однако режим инфляционного таргетирования (в особенности в варианте гибкого таргетирования инфляции) не ограничивает регулятора в применении в рамках дискреции других инструментов и *ad hoc* решений, если они не противоречат достижению инфляционной цели.

Другим немаловажным аспектом является то, что сами формулировки целей

⁴ Unconventional monetary policy—goals and means // Bank of Israel Monetary Policy Report July-December 2013, P. 25-30

⁵ Inflation Targeting: lessons from the international experience / Ben S. Bernanke [et al.] Princetone University Press. 1999, P.21-25

ОБ АВТОРЕ:

Скарედнов Евгений Владимирович, аспирант (skarednov_ugen@mail.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Скарედнов Е.В. Опыт применения нестандартных мер политики инфляционного таргетирования в условиях финансовой нестабильности // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. – 2016. – Том 3. – № 4. – С. 259-268. doi: [10.18334/grfi.3.4.37184](https://doi.org/10.18334/grfi.3.4.37184)

денежно-кредитной политики обычно выходят за пределы исключительного достижения определенного уровня инфляции и включают в себя такие категории, как поддержание финансовой стабильности, обеспечение устойчивого экономического роста и стабильности национальной валюты. Поэтому, как правило, применение инструментов, отличных от процентной политики, отвечает достижению именно сопутствующих целей денежно-кредитной политики.

Совершенно иная ситуация наблюдалась в период финансового кризиса 2007–2009 гг. В указанный период центральные банки начали использовать дополнительные инструменты не столько с целью решения сопутствующих задач, сколько как альтернативу или, по крайней мере, дополняющую стандартные инструменты меру с целью обеспечения ценовой стабильности. С этого момента использование дополнительных инструментов уже переходит в разряд применения нестандартных инструментов. Иными словами, наблюдается ситуация, когда достижение основных целей происходит иными инструментами, чем процентные ставки.

Следует сделать оговорку о том, что данные меры не имеют под собой цели полностью заменить традиционный подход к монетарному регулированию, включая использование процентной политики как основного его инструмента. Тем не менее нестандартные меры монетарной политики в период финансовой нестабильности 2007–2009 гг. были призваны как минимум дополнить, а в некоторых случаях и частично взять на себя функции вполне стандартного инструментария⁶. Последний, к слову, также претерпевал определенные модификации в части расширения сроков и объемов операций по управлению ликвидностью на межбанковском и открытом рынках, а также введения мер кредитного смягчения.

Поскольку эффективность традиционной процентной политики в период кризиса 2007–2009 оказалась недостаточной, ряд центральных банков развитых стран прибегнул к использованию нестандартных мер: политике количественного смягчения (англ. Quantitative Easing, или QE), а также валютным интервенциям.

В качестве примеров применения нестандартных мер в дополнение к расширенным стандартным инструментам монетарной политики в период финансовой нестабильности будет рассмотрен опыт некоторых государств, осуществляющих таргетирование инфляции: Израиля, Великобритании, Новой Зеландии и Канады. Указанные страны являются пионерами инфляционного таргетирования и имеют устоявшиеся подходы к применению данного режима монетарной политики.

Анализ опыта использования нестандартных мер применительно к данному исследованию состоит в оценке степени воздействия инструментов монетарной политики на динамику инфляции. Для удобства анализа инструменты отождествлены с операционными целями монетарной политики: таким образом, анализируется воздействие

⁶ Monetary policy when the policy rate is close to zero // Monetary Policy Report October 2014. Sveriges Riksbank, P. 39-40

процентной ставки, валютного курса инфляционных ожиданий и нестандартных / расширенных стандартных мер.

Также оценивается результативность политики таргетирования инфляции в исследуемом периоде путем определения длительности периодов отклонения инфляции от таргетируемых значений, а также степени волатильности инфляции. В качестве метода исследования применялся корреляционно-регрессионный анализ, дисперсионный анализ, общепринятые подходы статистических исследований.

При анализе учитывался также лаг трансмиссионного механизма (за исключением показателей нестандартных мер, поскольку их применение рассматривалось регуляторами как временная стабилизирующая мера и было преимущественно прекращено в период выхода из условий финансовой нестабильности).

На примере указанных стран можно сформулировать следующие особенности проведения политики таргетирования инфляции в условиях финансовой нестабильности. В период глобального финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. каждое из вышеперечисленных государств прибегало в той или иной степени к мерам количественного смягчения. Так, Великобритания и Израиль запустили полноценные программы выкупа активов, в то время как Канада и Новая Зеландия ограничились расширением имеющихся стандартных и введением новых временных (близких, по сути, к стандартным) инструментов предоставления ликвидности.

Некоторые из рассматриваемых стран (Израиль, Новая Зеландия) также дополнительно проводили валютные интервенции, направление действия которых согласовывалось с целями ослабления курса национальной валюты, что в условиях низких значений инфляции также отвечает и целям инфляционного таргетирования.

Рассмотрим, насколько эффективными оказались применяемые инструменты монетарной политики (включая нестандартные меры) в период финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг.

Таблица 1

**Анализ эффективности мер монетарной политики
в период финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг.**

| | Израиль | Великобритания | Канада | Новая Зеландия |
|-----------------------|---|--|---|--|
| | $R^2 = 0,73 \mid DF = 20$ $F = 11,29$ (критич. 7), $p = 9,66 \cdot 10^{-6} < 0,05$ | $R^2 = 0,78 \mid DF = 47$ $F = 47,14$ (критич. 4), $p = 7,04 \cdot 10^{-16} < 0,05$ | $R^2 = 0,82 \mid DF = 25$ $F = 21,33$ (критич. 7), $p = 4,61 \cdot 10^{-9} < 0,05$ | $R^2 = 0,89 \mid DF = 23$ $F = 49,48$ (критич. 5), $p = 1,49 \cdot 10^{-11} < 0,05$ |
| Процентная ставка | 28,82 | 43,34 | 84,26 | 22,6 |
| Валютный курс | 3,46 | – | 0,10 | 7,1 |
| Инфляционные ожидания | 33,43 | 56,65 | 15,61 | 64,05 |

| | | | | |
|------------------------------|------|------|------|------|
| Расширенные стандартные меры | - | 11,6 | 0,03 | 0,39 |
| Нестандартные меры | 34,3 | 0,00 | - | 5,91 |

Источник: составлено автором

В таблице 1 представлены показатели воздействия инструментов монетарной политики на уровень инфляции в анализируемый период. Для целей анализа коэффициенты регрессионных уравнений по каждому государству были преобразованы в относительные величины.

Результаты проведенного анализа позволяют сделать выводы о том, что применение нестандартных мер политики инфляционного таргетирования имело различную степень эффективности для разных государств. Так, в Израиле валютные интервенции показали достаточно высокую степень воздействия на инфляцию, в то время как меры количественного смягчения не показали явной взаимосвязи и, очевидно, имели воздействие с лагом, выходящим за рамки рассматриваемого периода. То же справедливо и в случае с Великобританией, где количественное смягчение отвечало оценке дезинфляционных тенденций, однако шло в разрез с фактической динамикой инфляции в течение финансового кризиса.

И если программа количественного смягчения в Израиле в большей степени была нацелена на снижение долгосрочных процентных ставок и поддержание роста экономики, чем на увеличение инфляции с помощью денежной экспансии⁷, то в Великобритании больший эффект исходил от кредитного смягчения (отнесено к расширенным стандартным мерам). В рамках последнего банки и строительные общества (building societies) могли осуществлять своп-операции с центральным банком сроком до трех лет, выставляя ипотечные залоговые бумаги (mortgage-backed securities) против облигаций Казначейства⁸.

Тем не менее впоследствии специалисты Банка Англии оценивали эффект количественного смягчения на момент окончания активной фазы наращивания объемов выкупа активов (осень 2012) как равносильный снижению операционной ставки центрального банка дополнительно на несколько процентных пунктов⁹.

Банк Канады, напротив, не прибегал к политике количественного смягчения в классическом виде, ограничившись лишь расширением имевшихся и введением

⁷ Unconventional monetary policy – goals and means // Bank of Israel Monetary Policy Report July-December 2013, P.30

⁸ HM Treasury Statement on financial intervention to support lending in the economy // HM Treasury 19 January 2009

⁹ The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact // Quarterly Bulletin, 2011 Q3, P. 210-211

новых инструментов предоставления ликвидности¹⁰. Основное отличие этих, по сути, стандартных инструментов от политики количественного смягчения в том, что предоставление ликвидности было срочным и не выступало в форме выкупа активов в заранее объявленном объеме. Это были классические аукционы по предоставлению ликвидности под залог активов на определенный срок (до трех месяцев) по рыночной ставке. Согласно результатам проведенного анализа, их воздействие оказалось не слишком сильным.

Ситуация, с которой столкнулся Резервный Банк Новой Зеландии, была совершенно иной, поскольку уровень инфляции, наоборот, превышал таргетируемые показатели и процентная политика носила рестриктивный характер. Проведение валютных интервенций было призвано нейтрализовать эффект, который меры инфляционного таргетирования оказывали на валютный курс. Тем не менее в период падения цен на сырье и продовольствие на мировом рынке и замедления экономического роста в стране в 2008 году валютные интервенции оказали определенное воздействие на поддержание уровня инфляции, не позволив ему опуститься ниже таргетируемых значений.

Проведенный анализ эффективности нестандартных мер политики инфляционного таргетирования позволяет на практике подчеркнуть важную особенность данных инструментов: их применение оправдано в той степени, в которой они позволяют компенсировать недостаточную эффективность традиционных мер. Как можно видеть из таблицы 1, в период кризиса основными каналами передачи монетарного импульса по-прежнему выступают операционная процентная ставка и уровень инфляционных ожиданий. Таким образом, можно заключить, что применение в период финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. нестандартных и расширение стандартных мер инфляционного таргетирования имело эффект при проведении монетарной политики наряду с классическими инструментами.

Рассмотрим, наконец, результативность проводившейся в анализируемом периоде монетарной политики (табл. 2).

Таблица 2

Анализ эффективности мер монетарной политики в период финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг.

| | Израиль | Великобритания | Канада | Новая Зеландия |
|----------------------------------|---------|----------------|--------|----------------|
| Период (мес.) | 45 | 52 | 36 | 41 |
| sd | 0,91 | 1,07 | 1,15 | 1,06 |
| Период соответствия таргету [%] | 24,44 | 34,62 | 69,44 | 63,41 |

Источник: составлено автором

¹⁰ Bank of Canada Annual Report 2009, P.4-5

Как можно видеть, в Израиле и Великобритании ценовая стабильность существенным образом была нарушена, в то время как в Канаде и Новой Зеландии периоды соответствия целевого показателя таргетируемым значениям были намного выше.

Как правило, подобное сильное нарушение ценовой стабильности является показателем нарушения работы трансмиссионного механизма. Нестандартные меры таргетирования инфляции в определенной степени призваны компенсировать в подобные периоды ослабление монетарных импульсов от классических инструментов. Собственно, данным обстоятельством можно и обусловить введение мер количественного смягчения в Израиле и Великобритании и выход Банка Израиля на валютный рынок в анализируемом периоде.

В целом, можно сказать, что применение нестандартных мер монетарной политики отвечало сложившимся макроэкономическим условиям. С точки зрения методологии таргетирования инфляции данные меры можно рассматривать как инструменты *ad hoc*. По крайней мере, все они вводились в определенных условиях и были заявлены как временные.

Тем не менее использование подобных мер, фактически соответствующих режимам монетарной политики, отличным от таргетирования инфляции, может рассматриваться как определенный риск для самого инфляционного таргетирования. Их использование смещает операционные аспекты в сторону от процентной политики и в определенной степени нарушает конструкцию механизма инфляционного таргетирования.

Однако с точки зрения структуры механизма таргетирования инфляции нестандартные меры следует рассматривать как способ воздействия на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Если полагать трансмиссионный механизм как динамичную систему, меняющуюся с течением времени, то рассматривать применение нестандартных мер монетарной политики исключительно как меры *ad hoc* будет не совсем корректно. На наш взгляд, применение подобных мер должно быть интегрировано в методологию инфляционного таргетирования, т.е. необходимо построение монетарной политики с точки зрения изменяющихся условий функционирования экономической системы, когда регулятор имеет возможность выбирать из набора инструментов, обеспечивающих достижение поставленных целей в любой ситуации, включая условия финансовой нестабильности. В таком случае использование т.н. нестандартных мер будет оправдано текущими экономическими условиями и в то же время соответствовать конструкции механизма таргетирования инфляции.

В этом смысле риск того, что количественное смягчение или активная валютная политика приведут к уходу от классического инфляционного таргетирования минимизируется, поскольку применение подобных инструментов будет отвечать достижению инфляционных целей и проводиться лишь в той мере, в которой это оправдано состоянием работы трансмиссионного механизма.

ИСТОЧНИКИ:

1. Андрюшин С., Кузнецова В. [Приоритеты денежно-кредитной политики Центральных Банков в новых условиях](#) // Вопросы экономики. – 2011. – № 6. – с. 57-71.
2. Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование. / Монография. – М.: Маркет ДС, 2004. – 30-31 с.
3. Моисеев С.Р. [Правила денежно-кредитной политики](#) // Финансы и кредит. – 2002. – № 16(106). – с. 37-46.
4. Юдаева К. О валютной политике // Вопросы экономики. – 2010. – № 1.
5. Inflation Targeting. Lars E.O. Svensson // NBER Working Paper No. 16654, December 2010. P. 13.
6. Ben S. Bernanke Inflation Targeting: lessons from the international experience // Princetone Univercity Press. – 1999. – p. 21-25.
7. Monetary policy when the policy rate is close to zero // Sveriges Riksbank. – 2014. – p. 39-40.
8. The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact // Quarterly Bulletin. – 2011. – № 3. – p. 210-211.
9. Unconventional monetary policy-goals and means // Bank of Israel Monetary Policy Report. – 2013. – p. 25-30.

REFERENCES:

- Monetary policy when the policy rate is close to zero* (2014). *Sveriges Riksbank*. 39-40.
- The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact* (2011). *Quarterly Bulletin*. (3). 210-211.
- Unconventional monetary policy-goals and means* (2013). *Bank of Israel Monetary Policy Report*. 25-30.
- Andryushin S., Kuznetsova V. (2011). *Prioritety denezhno-kreditnoy politiki Tsentralnyh Bankov v novykh usloviyakh* [Priorities of the monetary policy of central banks in new conditions]. *Voprosy Ekonomiki*. (6). 57-71. (in Russian).
- Ben S. Bernanke (1999). *Inflation Targeting: lessons from the international experience* *Princeton University Press*. 21-25.
- Moiseev S.R. (2002). *Pravila denezhno-kreditnoy politiki* [Monetary policy rules]. *Finansy i kredit*. (16(106)). 37-46. (in Russian).
- Moiseev S.R. (2004). *Inflyatsionnoe targetirovanie* [Inflation targeting] M.: Market DS. (in Russian).
- Yudaeva K. (2010). *O valyutnoy politike* [On monetary policy]. *Voprosy Ekonomiki*. (1). (in Russian).