

Свирина Е. М.

*аспирант кафедры «Мировая экономики и международный бизнес»,
Финансовый университет при Правительстве РФ*

Финансовая нестабильность как негативный фактор реализации стратегии таргетирования инфляции

***Аннотация.** Автор рассматривает взаимосвязь денежно-кредитной политики и политики финансовой стабильности в странах, применяющих таргетирование инфляции. Особое внимание уделяется новым направлениям в определении формы политики финансовой стабильности, которая должна быть применима в целях предотвращения возникновения финансового дисбаланса в стране. Кроме этого, приведены основные доводы в пользу необходимости рассмотрения финансовой стабильности как обязательного условия успешной реализации стратегии таргетирования инфляции.*

***Ключевые слова:** таргетирование инфляции, финансовая нестабильность, финансовый дисбаланс, финансовый пузырь, макропруденциальная политика, «leaning against the wind».*

Financial instability, as a negative factor in the implementation of inflation targeting strategy

***The summary.** The author examines the relationship of monetary policy and financial stability policy in inflation-targeting countries. Particular attention is paid to new directions in determining the form of financial stability policy, which should be used in order to prevent the emergence of financial imbalances in the country. Moreover, the paper states the main arguments for the need to consider financial stability as a prerequisite for the successful implementation of inflation targeting strategy.*

***Keywords:** inflation targeting, financial stability, financial disbalance, financial bubble, macroprudential policy, «leaning against the wind».*

Во многих странах, независимо от того применяется или не применяется в них таргетирование инфляции, наблюдается устойчивая тенденция роста озабоченности у руководства центральных банков вопросом поддержания финансовой стабильности в стране. До настоящего времени экономисты и финансовые аналитики этих стран не выработали эффективных мер по предупреждению финансовой нестабильности, не имеют единого мнения относительно облика и функций внутреннего антикризисного надзорного финансового органа, не создали надежной

общепризнанной системы индикаторов финансовых рисков, которая позволила бы своевременно предупредить о них руководство своих стран.

Финансовые риски в период финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. были связаны с падением финансовых рынков преимущественно развитых стран, банкротством ведущих финансовых институтов и сокращением ликвидности в мировой экономике.

Последствия кризиса оказались настолько серьезными, что незабываемые вокруг мировой рецессии дискуссии, по-прежнему, побуждают экономистов и финансовых аналитиков активно искать решение проблем, совершенствовать существующие макроэкономические модели и приспособлять их к новым экономическим условиям.

На начальных этапах развития теории таргетирования инфляции большинство специалистов выделяли финансовую стабильность в качестве одного из желательных, но не обязательных условий применения таргетирования инфляции в стране. Однако в дальнейшем, по мере изучения природы взаимосвязи финансовой стабильности и стратегии таргетирования инфляции обоюдное значение этих явлений постепенно менялось и к настоящему времени подверглось существенному переосмыслению со стороны практически всех экономистов и руководителей центральных банков.

Характерным примером в этой связи является Банк Англии, который неизменно признаётся одним из самых прозрачных национальных центральных банков. Применяя таргетирование инфляции, банк в числе первых, после преодоления финансово-экономического кризиса, создал на своей официальной интернет-странице раздел ¹, касающийся финансовой стабильности страны. Помимо этого, с 17 февраля 2011 г. существует временное подразделение Банка Англии – Комиссия по Финансовой политике (Financial policy committee), основная функция которой заключается в «...выявлении, контроле и обнародовании рисков нестабильности финансовой системы с учетом мер по снижению и смягчению их» ².

В рамках вышеупомянутого процесса переосмысления шведский экономист Л. Свенссон, например, утверждает, что денежно-кредитная политика и политика финансовой стабильности два концептуально различных понятия, «...отличающиеся своими целями, инструментами и руководящими органами...» ³.

¹ Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/index.htm>

² Interim financial committee – terms of reference, 2011, режим доступа:

³ Svensson L.E.O. Inflation targeting after the financial crisis, BIS review, 2010, P. 5.

В частности, денежно-кредитная политика в форме инфляционного таргетирования имеет целью удержание как инфляции около её целевого значения, так и ВВП около его потенциального уровня. Данная модель инфляционного таргетирования отражает процесс гибкого таргетирования, который призван сбалансировать цели обеспечения стабильности цен и ВВП. В нормальных условиях функционирования экономики, главными инструментами центрального банка являются процентная ставка и информирование общества – публикация данных по движению процентной ставки, а также данных по прогнозным значениям инфляции и ВВП. В кризисной ситуации, как показала практика, развитые и развивающиеся страны могут применять и нетрадиционные монетарные инструменты. Среди них такие как: количественное смягчение (*quantitative easing*), кредитование с фиксированной процентной ставкой, валютные интервенции, а также ограничения по движению капитала⁴. Следует отметить, что валютные интервенции и ограничения по движению капитала в качестве монетарных механизмов характерны, главным образом, для развивающихся стран. Это обусловлено зависимостью последних от притока иностранного капитала и нестабильности валютного курса.

В свою очередь, политика финансовой стабильности, имеет целью достижение и поддержание финансовой стабильности в стране путем регулирования, надзора, ведения отчетов по финансовой стабильности, включая анализ финансовой ситуации и финансовых показателей, которые могли бы предупредить об образовании финансового дисбаланса⁵ и возможности возникновения в дальнейшем серьезных негативных последствий. В условиях кризиса, инструменты политики финансовой стабильности представлены ликвидности кредитованием фирм, правительственными вливаниями капитала во внутренние финансовые рынки и кредитами центрального банка, выполняющего функции «кредитора последней инстанции».

⁴ Stone Mark R., Roger Scott, Nordstrom Anna, Shimizu Seiichi, Kisinbay Turgut, Restrepo Jorge. «The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies». *Occasional paper №267*. International Monetary Fund, Washington D.C., 2009, P. 38.

⁵ Финансовый дисбаланс определяется как субъективное понятие, включающее нежелательное состояние балансов или цен активов, подразумевающее значительные отклонения от их фундаментальных значений, а также риски возникновения глубокой рецессии. Disyatat Piti. «Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: conceptualizing the debate». *Working papers №168*. Bank for International Settlements, Basel. 2005, P. 17.

Взаимосвязь денежно-кредитной политики в форме таргетирования инфляции и политики финансовой стабильности проявляется в том, что финансовые условия оказывают влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, в то время как денежно-кредитная политика оказывает влияние на цены активов и балансы предприятий, а значит и на финансовую стабильность экономики. При финансовой нестабильности⁶ денежно-кредитная политика не в состоянии выполнять возложенные на нее функции и в полной мере воздействовать на уровень инфляции и ВВП, так как нестабильность денежных потоков, вызванных, к примеру, падением финансового рынка, искажает трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и минимизирует эффект воздействия процентной ставки на экономику.

Следует также отметить, что до финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг. наблюдалось отсутствие у центральных банков различных стран заинтересованности во вмешательстве в негативные процессы на своих внутренних финансовых рынках. Основной упор при этом они делали на снижение остроты именно последствий финансовых кризисов посредством реализации так называемой политики «противодействия»⁷.

Одним из наиболее твёрдых сторонников такого подхода является бывший глава ФРС США А. Гринспан, который в 1996 г. не стал противодействовать росту цен акций интернет-компаний, а предпочёл поддерживать предельно низкую процентную ставку в течение длительного периода, что способствовало схлопыванию финансового пузыря во время кризиса доткомов в 2000 г.⁸

Некоторые зарубежные экономисты полагают, что такая либеральная политика могла создать условия для возникновения более серьёзного финансово-экономического кризиса 2007–2009 гг.

Непосредственно с 2007 г. в мировой экономике возникла устойчивая тенденция выработки «упреждающей» политики для центральных банков. Однако первые шаги в этом направлении были предприняты ещё

⁶ Финансовая нестабильность — это внутреннее нарушение непрерывной деятельности финансовых рынков вследствие воздействия каких-либо внешних шоков (к примеру, сокращение ликвидности в обращении ведёт к затруднениям в системе платежей, а также в дальнейшем — во всей экономической деятельности). Disyatat Piti. «Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: conceptualizing the debate». *Working papers №168*. Bank for International Settlements, Basel. 2005, P. 17.

⁷ Политика «противодействия» в иностранной литературе известна как «reactive policy».

⁸ Пузырь доткомов схлопнулся 10.03 в результате обвального падения индекса высокотехнологичных компаний.

в докризисный период, в результате которых появился один из видов «упреждающей» политики под названием «*leaning against the wind*»⁹. Концепция этой политики предусматривает осуществление центральным банком контрциклических действий, например, в виде повышения процентной ставки, в целях сдерживания инфляции в большей степени, чем это предусмотрено макроэкономической моделью.

Сторонники концепции «*leaning against the wind*» делятся на две группы специалистов: тех, кто таргетирует показатели финансовой нестабильности (например, финансовый дисбаланс) напрямую¹⁰, и тех, кто таргетирует эти показатели косвенно¹¹, включая их в трансмиссионный механизм монетарной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции. При этом специалисты обеих групп полагают, что это позволит вовремя производить повышение процентной ставки в целях недопущения чрезмерного роста кредитования и цен активов.

Другим примером «упреждающей» политики является, так называемая, «макропруденциальная политика». Она появилась в результате совместной разработки Банком по Международным Расчетам, МВФ и Советом по Финансовой Стабильности в качестве альтернативы «упреждающей» политике «*leaning against the wind*», с недавнего времени стала довольно часто упоминаться в различных публикациях. Основное ее назначение состоит в регулировании всей финансовой системы без применения процентной ставки в целях недопущения возникновения финансовых дисбалансов, а впоследствии и финансовой нестабильности.

Одним из активных проводников «макропруденциальной» политики в настоящее время является Банк Англии. Выбор Банком Англии «макропруденциального» подхода, а не концепции «*leaning against the wind*» можно объяснить наличием у последней ряда недостатков, которые проявляются при осуществлении прямого или косвенного таргетирования финансовых показателей в рамках стратегии таргетирования инфляции.

Во-первых, среди упомянутых недостатков следует отметить, что включение показателей финансовой нестабильности в функцию потерь (*loss function*) центрального банка усложняет процесс таргетирования, снижая доверие к его результатам. На практике это означает таргетирование третьей величины помимо инфляции и ВВП, что может привес-

⁹ Существуют различные переводы, как-то: «опора на ветер», «дуть против ветра».

¹⁰ Имеется в виду включение показателя финансового баланса напрямую в функцию потерь Центрального банка.

¹¹ Рассмотрение финансовых дисбалансов как эндогенных величин денежно-кредитной политики.

ти к ухудшению инфляционных ожиданий и потере доверия населения к режиму таргетирования инфляции.

Помимо этого, использование процентной ставки для поддержания финансовой стабильности, может нанести серьезный урон экономике в период ее роста. Это связано с тем, что при финансовой нестабильности, выраженной, к примеру, в чрезмерном росте цен на активы и зарождении финансового пузыря, центральный банк будет стремиться повысить процентную ставку, выбирая, тем самым, более строгую монетарную политику, однако, сильное повышение процентной ставки приведет к потерям, связанным с чрезмерным падением инфляции и ВВП.

Во-вторых, противоречие целей денежно-кредитной политики может возникнуть в случае, если в стране наблюдается высокая инфляция и одновременно финансовая система требует более мягких макроэкономических условий для восстановления. В таком случае, руководствуясь целью финансовой стабильности, центральный банк будет вынужден понизить процентную ставку и выбрать либеральную денежно-кредитную политику, в то время как, руководствуясь таргетированием инфляции, поднять ставку и придерживаться сдерживающей денежно-кредитной политики.

Кроме того, сложность для центрального банка может заключаться в том, что, таргетируя три величины, он будет вынужден затратить больше времени, пока все три показателя не будут удовлетворять ситуации стабильности цен, финансовой системы и ВВП. Таким образом, существующий период таргетирования может быть пересмотрен в соответствии с требованиями новых целей центрального банка. Такой пересмотр грозит потерей доверия у населения к режиму таргетирования инфляции, формально провозглашенному в стране.

Исходя из всего вышесказанного, можно сделать следующие основные выводы.

1) Денежно-кредитная политика и политика финансовой стабильности два концептуально разных понятия. Применение инструментов монетарной политики с целью достижения финансовой стабильности может привести к серьезным экономическим потерям. Включение показателей финансовой нестабильности в макроэкономическую модель, используемую для таргетирования инфляции, чревато конфликтом целей денежно-кредитной политики и затруднению в достижении ценовой стабильности;

2) Несмотря на то, что одновременная реализация этих политик экономически затруднительно, это не значит, что политика финансовой стабильности не реализуема при стратегии таргетирования инфляции.

Более того, постепенно финансовая стабильность переходит из категории желательного макроэкономического условия в категорию необходимого условия, а значит таргетирование инфляции должно сопровождаться политикой финансовой стабильности. Подтверждением этому является финансово-экономический кризис 2007–2009 гг., который показал, что ценовая стабильность не гарантирует финансовую стабильность страны;

3) По мнению автора, противостояние сторонников «противодействующей» и «упреждающей» политик финансовой стабильности, по всей видимости, сохранит свою остроту, по крайней мере, в обозримой перспективе в виду отсутствия у приверженцев обеих теорий эмпирически доказанных преимуществ. Вместе с тем, отмечаемый с 2007 года стремительный рост количества научных работ, посвящённых вопросам упреждающей «макропруденциальной» политики, свидетельствует о возможных преимуществах последней. По мнению автора, «упреждающая» политика, по сравнению с «противодействующей» политикой, должна представляться более привлекательной для стран, применяющих таргетирование инфляции. Это объясняется тем, что Центральному банку значительно сложнее таргетировать инфляцию в период серьёзной финансовой нестабильности, поскольку финансовые шоки, оказывающие влияние на инфляцию, имеют в этих условиях долговременное воздействие. Отсюда следует, что своевременно предупредить возникновение финансового дисбаланса в экономике значительно легче и менее затратно, с точки зрения потерь в росте ВВП, по сравнению с её восстановлением после падения финансовой системы.

4) Глобализация мировой экономики, и прежде всего финансовая глобализация, способствует распространению систематического риска от страны к стране. Следовательно, и сам процесс таргетирования инфляции в таких условиях, должен эволюционировать и видоизменяться.

Литература

1. Disyatat Piti. Inflation targeting, asset prices and financial imbalances: conceptualizing the debate // Working papers № 168. Bank for International Settlements, Basel. 2005, P. 17.
2. Stone Mark R., Roger Scott, Nordstrom Anna, Shimizu Seiichi, Kisinbay Turgut, Restrepo Jorge. The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies // Occasional paper № 267. International Monetary Fund. - Washington D.C., 2009, P. 38.
3. Svensson L.E.O. Inflation targeting after the financial crisis // BIS review, 2010, P. 5.
4. Сайт Центрального банка Великобритании. Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/>