

УДК 336

С.А. Савинцева, М.П. Краев

ФГБОУ «Кемеровский государственный университет», Кемерово,
email: ssa_svet@mail.ru, ghjcnj120044@gmail.com

ПОЛИТИКА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ ЦЕНТРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ: МИРОВОЙ ОПЫТ

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, режим инфляционного таргетирования количественное смягчение, инфляция.

Сегодня глобальная экономика вступила в новый этап инфляционного развития. Политика таргетирования инфляции является одним из основных инструментов монетарной политики, который используется для контроля за уровнем цен и обеспечения стабильности экономики. Основным принцип, заключается в том, что центральный банк стремится достичь целевого уровня инфляции путем регулирования денежной массы и процентных ставок. Целью данной работы является характеристика методов режима таргетирования инфляции в монетарном регулировании центральных банков. В результате исследования авторами были выявлены инструменты таргетирования инфляции центральными банками и последствия их применения. Мировой опыт показывает, что политика таргетирования инфляции может быть эффективным инструментом управления экономикой. В последние годы Россия столкнулась с рядом экономических вызовов, включая санкции со стороны западных стран, падение цен на нефть и экономические реформы, направленные на сокращение зависимости экономики от нефтяной отрасли. Все эти факторы повлияли на уровень инфляции в стране. Несмотря на некоторые успехи в снижении уровня инфляции, российская экономика все еще сталкивается с рядом проблем, включая низкий уровень инвестиций, старение населения и неравномерное развитие регионов. Поэтому важно продолжать работу над контролем уровня инфляции и развитием экономики, чтобы обеспечить устойчивый рост и улучшение жизненного уровня населения.

S.A. Savintseva, M.P. Kraev

Kemerovo State University, Kemerovo, email: ssa_svet@mail.ru, ghjcnj120044@gmail.com

INFLATION TARGETING POLICIES OF CENTRAL BANKS: GLOBAL EXPERIENCE

Keywords: monetary policy, inflation targeting regime, quantitative easing, inflation.

Today, the global economy has entered a new stage of inflationary development. Inflation targeting policy is one of the main instruments of monetary policy, which is used to control price levels and ensure economic stability. The basic principle is that the central bank seeks to achieve its target inflation rate by regulating the money supply and interest rates. As a result of the study, the authors identified inflation targeting tools by central banks and the consequences of their use. World experience shows that inflation targeting policies can be an effective tool for managing the economy. Russia has faced a number of economic challenges in recent years, including sanctions from Western countries, falling oil prices and economic reforms aimed at reducing the economy's dependence on the oil industry. All these factors influenced the inflation rate in the country. Despite some progress in reducing inflation, the Russian economy still faces a number of challenges, including low investment, an aging population and uneven regional development. Therefore, it is important to continue working to control inflation and develop the economy to ensure sustainable growth and improve the living standards of the population.

Денежно-кредитное регулирование является составным элементом государственного регулирования экономики во всех странах. Денежно-кредитная политика отражает стремления государственных институтов по управлению сложившимися макроэкономическими взаимосвязями и особенностями экономик стран и регионов. Также есть более узкое определение монетарной (денеж-

но-кредитной) политики, как стабилизационной политики центрального банка, то есть такой, которая направлена на стабилизацию ситуации в экономике. Основными факторами, на которые происходит воздействие, являются предложение денег и общая занятость экономике.

На сегодняшний день экономическая наука богата различными теориями, объясняющими роль денег в экономике,

но мы остановимся лишь на двух основных: кейнсианстве и монетаризме. Основным отличием кейнсианства от монетаризма является отношение к деньгам в экономике. Кейнсианство стоит на позициях возможности активного влияния государства на экономику, том числе посредством инвестиций. Монетаризм же стоит на позициях «нейтральности денег», фактически означающий отсутствие выгоды для активного государственного вмешательства в долгосрочной перспективе. Ввиду развития экономической мысли, был образован синтез различных экономических подходов – неоклассический синтез – основная экономическая теория в настоящее время. На сегодняшний день, развитие мировых экономик привело их к настолько сложной системе взаимоотношений экономических субъектов, что неучастие государства в регулировании уровня инфляции может привести к катастрофическим последствиям. Инфляция является одним из наиболее важных экономических показателей в макроэкономической политике любого государства, так как контролируя инфляцию, можно контролировать производственный и перераспределительный этап экономического воспроизводства. В работе рассматривается мировой и российский опыт таргетирования инфляции, а также результаты этой политики.

Объект и методы исследования

Объект – режим таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике центральных банков. Методы исследования, использованные в работе: описание, анализ нормативно-правовых актов, обобщение и систематизация данных.

Результаты исследования и их обсуждение

Во время проведения монетарной политики определяется режим её функционирования, то есть ставятся промежуточные и конечная цель политики. Этой конечной целью может быть значение денежной массы, уровень инфляции, валютный курс и т.д., или их комбинация. Для этих целей монетарные институты устанавливают так называемое таргетирование (от англ. «target» – цель). Как правило, под таргетом понимают уста-

новление цели по приросту денежной массы. Это может быть конечное значение или некий промежуток (коридор). В общем смысле, под таргетом понимается вообще любая «мишень» ДКП, на которую идёт воздействие экономических властей.

Всего выделяется четыре режима денежно-кредитной политики: таргетирование валютного курса, таргетирование инфляции, таргетирование денежной массы, политика без явного таргета. Для признания режима ДКП таргетированием, необходимо выполнить следующие условия: местный центробанк должен публично и открыто огласить свои цели, первоочередной целью ДКП является ценовая стабильность, при принятии решений учитываются все макроэкономические показатели, а не только таргет, денежные власти публично информируют общество о своих решениях и несут полную ответственность за свои решения.

Таргетирование инфляции делится на четыре задачи: выбор цели (планового показателя) и составление плана, выбор инструментов, которые будут применены, применение инструментов в соответствии с планом, сравнение инфляции и иных показателей нулевого года с годом после проведенной монетарной политики. Денежно-кредитная политика центральных банков, как правило, направлена лишь на долгосрочную перспективу. Связано это с негибкостью цен в краткосрочной перспективе.

Для слежения за эффективностью проводимой политики исследуется индекс потребительских цен (ИПЦ), или его производная – базовая инфляция.

Стоит отметить, что инфляция может быть вызвана и ожиданиями людей, поэтому для монетарных властей важно завоевать доверие экономических агентов. Само воздействие на инфляцию осуществляется, как правило, с помощью процентной ставки. Это воздействует не только на краткосрочную инфляцию, но на долгосрочную, посредством уменьшения (или увеличения) ликвидности капитала и инфляционных ожиданий. У таргетирования инфляции есть недостатки, такие как малое количество целевых показателей и низкая оперативность денежных властей, однако они перекрываются неоспоримыми

преимуществами, такими как гибкость в принятии решений и открытость для прочих хозяйствующих субъектов, что повышает их доверие и расширяет горизонты планирования. Самым деструктивным из возможных явлений в экономике, связанным с денежной массой является гиперинфляция. Как правило, гиперинфляция провоцируется ростом расходов государства. Иными словами, для минимизации инфляции необходимо приблизить спрос и предложение денег друг к другу. Или сравнять товарные и денежные массы.

Ярким примером страны с неконтролируемой инфляцией является Новая Зеландия в 80-е годы. Эта страна была лидером по этому параметру в ОСЭР. В 1984 году новое правительство Новой Зеландии приступило к либеральным реформам, что привело к отказу от фиксированного валютного курса и смещению приоритетов ЦБ. В 1985 году единственной его целью стало борьба с инфляцией. К 1988 году инфляцию удалось стабилизировать на уровне 9%. Именно с этого момента следует отсчитывать историю современной денежно-кредитной политики центральных банков.

О росте популярности таргетирования инфляции сигнализирует следующая статистика: если в 2012 году лишь 27 центральных банков, осуществляющих таргетирование инфляции, то в 2017 году режим инфляционного таргетирования был применен в 40 странах [1] (см.табл.1).

Согласно данным таблицы 1, большинство развитых стран осуществляют таргет на низких уровнях инфляции. Основной характеристикой ДКП в этих странах является крайне инертная политика по пересмотру инфляции. Подобное отношение позволяет более тонко корректировать инфляцию и прочие факторы, а также позволяет создавать долгосрочный прогноз для экономики.

К сожалению, подобные низкие процентные ставки могут приводить к дефляции (например, Великобритания, Дания, Израиль, Канада, США, Япония сталкивались с необходимостью снижения ключевой ставки, ради выхода из дефляционного положения).

Следовательно, можно сказать, что таргетирование обладает высокой адап-

тивностью к специфическим условиям конкретной страны. Таргетирование позволяет обеспечить поддержание инфляции в рамках целевого ориентира, а также сокращение волатильности других ключевых макроэкономических параметров. Растущая популярность таргетирования инфляции в последние десятилетия привела к большому разнообразию подходов к реализации данной системы институтами денежно-кредитного регулирования. Иногда, банки прибегали к валютным интервенциям для повышения эффективности работы такого своего инструмента, как ключевая ставка. Такой подход распространился не только на развивающиеся экономики, но и на экономики развитых стран, создав, помимо чистого инфляционного таргетирования, так называемое гибридное инфляционное таргетирование. Чистое инфляционное таргетирование преследует лишь цель недопущения отклонения инфляции от целевого значения. При таком подходе валютные интервенции допускаются лишь в исключительных случаях и, в основном используется процентный канал денежной эмиссии для достижения целей своей денежно-кредитной политики. Таким образом, исключается фактор валютного курса при составлении денежно-кредитной политики, что может иметь серьезные последствия для экономики. При гибридном таргетировании валютный курс не игнорируется и используется как один из инструментов влияния на инфляцию, или даже рассматривается как один из целевых показателей.

В современной литературе можно найти множество аргументов в пользу управления валютными курсами в контексте реализации режима таргетирования инфляции. В рамках динамической стохастической модели общего равновесия теоретически подтверждена эффективность использования таргетирования инфляции для управления обменным курсом. В относительно неразвитых экономиках от курса валют зависит благосостояние жителей ввиду традиции сберегать деньги в иностранных валютах. А порой валютный курс может быть единственным инструментом, работающим должным образом.

Таблица 1

Зарубежный опыт применения инфляционного таргетирования

Орган денежно-кредитного регулирования	Период таргетирования	Таргет инфляции	Год введения
ЦБ Бразилии	1 год	$4,5\% \pm 2$	1999
Банк Англии	Непрерывно	2%	1992
Банк Канады	5 лет	1-3%	1991
ЦБ Чили	2 года	$3\% \pm 1$	1999
Банк Республики Колумбии	1,5 года	2-4%	1999
Чешский Нац. банк	1-1,5 года	$2\% \pm 1$	1997
Банк Ганы	1,5-2 года	$8\% \pm 2$	2007
Банк Гватемалы	1 год	$4\% \pm 1$	2005
Нац. банк Венгрии	Среднесрочный	3%	2001
ЦБ Исландии	Средний	2,5%	2001
Банк Индонезии	Среднесрочный	$4,5\% \pm 1$	2005
Банк Израиля	2 года	1-3%	1997
Банк Мексики	Среднесрочный	$3\% \pm 1$	2001
Рез. банк Новой Зеландии	Среднесрочный	1-3%	1989
Банк Норвегии	Среднесрочный	2,5%	2001
ЦБ Перу	Непрерывно	$2\% \pm 1$	2002
ЦБ Филиппин	Среднесрочный	$4\% \pm 1$	2002
Нац. банк Польши	Среднесрочный	$2,5\% \pm 1$	1998
Нац. банк Румынии	Плоский многолетний таргет	$2,5\% \pm 1$	2005
Национальный банк Сербии	Среднесрочный	$4,5\% \pm 1,5$	2009
Рез. банк Южной Африки	Непрерывно	3-6%	2000
Банк Кореи	3 года	$3\% \pm 1$	1998
Шведский Гос. банк	2 года	2%	1995
Банк Таиланда	2 года	$3\% \pm 1,5$	2000
ЦБ Турецкой Республики	3 года	$5\% \pm 2$	2006

Также Ф. Картаев показал в своей работе преимущество гибкой денежно-кредитной политики. В совокупности можно сказать, что увеличение параметров, контролируемых центральными банками, слабо влияет на качество исполнения целей денежно-кредитной политики (ДКП) [2].

Таким образом, общей задачей инфляционного таргетирования является поддержка стабильности цен внутри экономики на основе индексов, используя уникальную для каждой страны совокупность инструментов.

Таргеты могут устанавливаться определенной величиной или как интервал в форме коридора (наклонного или горизонтального).

Преимущества установления цели делаются на четыре пункта. Во-первых, появляется гибкость в использовании инструментов при исполнении денежно-кредитной политики. И сама ДКП становится более гибкой. Во-вторых, политика Центральных банков (ЦБ) становится более явной для субъектов рынка и, как следствие, повышается их доверие. В-третьих, цель по инфляции позволяет ЦБ концентрироваться на решении конкретной проблемы и не распылять свои ресурсы на множество задач. В-четвертых, наличие открытой ДКП позволяет предсказывать широкой общественности цены и валютные курсы, что нормализует потребление и сбережения граждан [3].

В общем можно сказать, что чрезмерная инфляция является основной угрозой для современной экономики и основной задачей центрального банка любой страны является её предотвращение. С этой целью центральные банки проводят разного рода политики, основной из которых является валютная интервенция, осуществляемая для поддержания стабильного валютного курса.

С 1985-го года экономистами разных стран были разработаны уникальные монетарные политики для большинства развитых стран, которые были реализованы. Результаты этих политик легли в основу теории современной денежно-кредитной политики. Согласно докладу МВФ, таргетирование инфляции является одним из самых популярных механизмов монетарной политики государств.

Лишь с 2022 года центральные банки развитых стран были вынуждены пересматривать свои ключевые ставки для борьбы с инфляционным давлением. Так ЕЦБ поднял ключевую ставку с 0,5% в июле 2022 года до 4,5% в сентябре 2023 года. Федеральная резервная система США подняла ключевую ставку с около нулевых значений до 5,1% в сентябре 2023 года [4]. Такое состояние отношение центральных банков к инфляционной политики позволяет не просто контролировать текущую инфляцию, но и инфляционные ожидания населения и бизнеса, создавая благоприятную конъюнктуру для развития. Обратной стороной данной политики являются циклические эпизоды дефляции, результатом которых является снижение ключевой ставки вплоть до отрицательных значений. Это, в свою очередь, приводит к невозможности дальнейшего использования ключевой ставки, как инструмента. На основании этого была выдвинута гипотеза, согласно которой целевой уровень инфляции для этих стран является заниженным. В 2016 году Банк Канады провел исследование для датской экономики, которая сталкивалась с эпизодическими уровнями дефляции. В исследовании проверялись эффекты, связанные с повышением ключевой ставки до уровня в 3,8% (при текущем уровне в 2%, связанным с зависимостью экономики Дании от ЕЦБ). В результате, было до-

казано положительное влияние увеличения таргета по инфляции, позволившее сократить частоту периодов дефляции, а также сокращает продолжительность периода таких периодов с 21 месяца до 9 при цели в 3% и до 4-5 месяцев при цели 4% соответственно.

При консервативном отношении к пересмотру ДКП, фактически, создается прецедент, имеющий следующие негативные эффекты.

Во-первых, это снижение доверия к заявлениям ЦБ. Во-вторых, это усиление конфликта между целью по инфляции и мандатом ценовой стабильности. В-третьих, появляется опасность недооценки рисков при увеличении цели по инфляции. В-четвертых, появляется волатильность вследствие трансформации экономики. И пятое, это риск перегрева экономики вследствие смягчения ДКП и перехода в такое состояние как стагфляция. Низкая инфляция также может приводить к проблеме нулевой нижней границе, в связи с попытками центрального банка вывести экономику страны из состояния дефляции путём снижения ключевой ставки. Однако, существуют и другие альтернативы. К таковым может быть отнесена политика количественного смягчения, доходность по долгосрочным ценным бумагам, таргетирование уровня цен конкретных товаров и прочее. Также, повышение цели по инфляции без структурных экономических триггеров крайне негибкое решение по своей природе. Изменение целевого уровня не может быть обосновано конъюнктурными факторами, а лишь фундаментальными изменениями в экономике.

Подводя итог можно сказать, что страны, проводящие таргет, делают это, опираясь на две основные характеристики: низкая процентная ставка и неизменность ключевой ставки. Это означает, что центральные банки этих стран гарантируют определенный уровень процента по кредиту и уровень инфляции, что даёт возможность бизнесу расширить свои горизонты планирования.

По степени контроля и использованию механизмов существуют следующие типы инфляционного таргетирования.

1. Полноценное инфляционное таргетирование (ПИТ) возможна лишь при

соблюдении двух основных факторов. Первое, это наличие сильного центрального банка в экономике страны. Второе, наличие у такого банка открытой монетарной политики, доступной для ознaкомления. При таком подходе, предполагается ориентация только на целевой параметр инфляции (таргет).

2. Смешанное инфляционное таргетирование (СИТ), в настоящее время, является более гибкой версией ПИТ. Оно предполагает наличие цели по инфляции как главного показателя, однако, наряду с ним, в СИТ также допускается наличие иных целевых показателей, таких как темпы роста ВВП, валютный курс, сальдо торгового баланса и прочие. СИТ, как и ПИТ, также предполагает наличие сильного центрального банка и наличие у него прозрачной политики, но в меньшей степени, чем при ПИТ.

3. Облегченный вариант инфляционного таргетирования (ОИТ) является самым мягким из типов ДКП. Оно применяется в неразвитых странах, подверженных шокам, с нестабильной валютой и отсутствием развитых финансовых институтов. Целью применения ОИТ служит обеспечение макроэкономической и финансовой стабильности в ходе развития финансового сектора страны.

Несомненно, инфляционное таргетирование имеет ряд неоспоримых преимуществ. Во-первых, оно показывает позицию ЦБ по отношению к складывающейся в стране ситуации и позволяет хозяйствующим субъектам выстраивать прогнозы и планы. Стабилизируются цены (или хотя бы их темпы роста становятся предсказуемыми), а также повышает доверие к центральному банку. Во-вторых, политика ЦБ становится более открытой и прозрачной, что позволяет предотвратить инфляционные ожидания.

В то же время введение и использование инфляционного таргетирования требует решения целого ряда вопросов, которое делает подобную политику неосуществимой для слаборазвитых государств. Во-первых, требуется оценить готовность экономических предпосылок введения данного режима, а также готовность правовой сферы и общества в целом. Необходимо учитывать макроэкономические показатели, такие как: сальдо торгового баланса и его структуру, струк-

туру цен собственных производителей, соотношение номинальных и реальных процентных ставок коммерческих банков в экономике, динамику заработной платы и её реальное выражение по паритету покупательной способности и прочее. Необходимо будет создать механизм взаимодействия ЦБ, коммерческих банков и органов исполнительной власти для оперативного реагирования и разработки долгосрочного плана [14].

К тому же, использование инфляции как целевого показателя приводит к ухудшению других параметров, таких как темпы роста ВВП, безработице, неравномерности отраслевого развития и т.д. В случае же с СИТ, когда центральный банк уделяет внимание и другим параметрам, таргетирование инфляции может привести конфликту интересов с другим параметром, таким как ВВП, что делает, в определённой степени, противоречивой всю концепцию смешанной инфляционной политики.

Можно также добавить, что некоторое время теряется при передаче информации до монетарных властей (снижается оперативность). Причем по разным показателям это отставание будет разным. Это также усложняет работу денежно-кредитной политики.

Инфляционное таргетирование представляет собой модель, в которой Центральный Банк ставит перед собой цели по инфляции, прилагает усилия по её достижению и контролирует этот процесс. У таргетирования есть две особенности.

Во-первых, центральный банк обязан установить точное значение или диапазон цели по инфляции и неуклонно следовать к этой цели. Во-вторых, ЦБ необходимо составлять прогноз по значениям показателей на перспективы. Поэтому инфляционное таргетирование иногда называют «таргетированием прогнозной инфляции».

Центральным Банком в странах Еврозоны является Европейский Центральный Банк (ЕЦБ), работающий в соответствии со Статутом о системе европейских центральных банков и о Европейском Центральном Банке [5, 13].

ЕЦБ обладает совокупностью инструментов, которые делятся на регулярные и нерегулярные операции на открытом рынке.

На открытом рынке существуют следующие регулярные операции:

1. Операции по рефинансированию длительностью одну неделю (MROs).
2. Длительные операции по рефинансированию (LTROs).

MRO – операция по предоставлению банкам кредитных денег сроком на одну неделю. ЕЦБ вправе менять её раз в шесть недель. Особенностью является то, что банки обязаны предоставить ЕЦБ залог, гарантирующий возвращение денег ЕЦБ. Фактически, это является аналогом ставки рефинансирования ЦБ РФ. Но, помимо ставки MRO, ЕЦБ устанавливает ещё две ставки: ставка маржинальной кредитной линии (MLF) и ставка депозитной линии (DF). Все эти три ставки имеют свои собственные показатели и четко разграничиваются друг с другом. MLF предоставляется на сутки (overnight). Процент по ней выше, что стимулирует банки брать среднесрочные кредиты MRO. Также отдельно идёт ставка депозитной линии, по которой банки размещают депозиты в ЕЦБ. Это размещение также идёт на сутки (overnight). Банки могут как получать, так и платить деньги за такое размещение в случае отрицательных процентных ставок. Важно отметить, что хоть все эти три ставки разные, но имеют прямую корреляцию.

LTRO – это механизм наполнения ликвидностью банков в ситуациях, когда оборотные средства банка находятся на низком уровне. Существуют LTRO длительностью в три, шесть месяцев и одного года. Также ЕЦБ может выдавать LTRO и на более длительный срок, например на три года. Особенностью является то, что в качестве залога может выступать суверенный долг государства, что может стимулировать рост спроса на облигации.

К нерегулярным операциям на открытом рынке относятся операции: PETROs – экстренные длительные операции по рефинансированию во время пандемии, TLTROs – направленные длительные операции по рефинансированию, AAP – программа покупки активов, RPEP – экстренная программа покупки во время пандемии.

TLTRO – являются особенной версией LTRO. Они также предоставляются

на длительный период для восполнения капиталов банков. Однако, в отличие от обычных длительных займов, TLTRO предоставляется на условия кредитования нефинансовых компаний и домохозяйств (за исключением ипотечного кредитования). Чем больше доля таких клиентов, тем лучше условия по предоставлению займа от ЕЦБ.

APP – нестандартный инструмент денежно-кредитной политики, заключающийся в прямой покупке и финансировании некоторых активов. Программа состоит из четырёх подпрограмм:

1. Программа покупки активов корпоративного сектора (CSPP).
2. Программа покупки активов государственного сектора (PSPP).
3. Программа приобретения ценных бумаг, обеспеченных активами (ABSPP).
4. Программа покупки обеспеченных облигаций (CBPP3).

CSPP – программа по покупке корпоративных ценных бумаг. Программа стартовала в 2016 году с целью достижения 2%-го уровня инфляции. Ценные бумаги покупаются на первичном и вторичном рынках. К покупке принимаются облигации, эмитированные резидентами ЕС, выпущенные небанковскими компаниями. На первичном рынке запрещается покупка долговых обязательств публичных акционерных обществ. Долговые инструменты должны соответствовать следующим критериям:

1. Они могут быть представлены в качестве обеспечения по кредитным операциям.
2. Номинированы в Евро.
3. Минимальная оценка кредитоспособности ценной бумаги должна быть на уровне BBB.
4. Минимальный оставшийся срок погашения 6 месяцев.
5. Максимальный срок оставшегося погашения 30 лет.
6. Конечная компания должна быть зарегистрирована в зоне евро или её материнская компания должна соответствовать критериям.

На 29 сентября 2023 года по программе было приобретено активов на сумму 331,156 миллиардов евро, три четверти которого относятся к вторичному рынку.

PSPP – фактически представляет собой дополнение к программе CSPP.

К покупке по программе допускаются номинальные и привязанные к инфляции облигации национальных правительств Еврозоны, а также облигации региональных и местных органов власти, международных организаций и многосторонних банков развития, расположенных в зоне евро. Целью программы является достижение рыночной нейтральности и невмешательства в экономики стран, которое позволяет достичь более рыночного ценообразования. Тем не менее, объёмы программы PSPP многократно превышают объёмы CSPP. В сентябре 2023 года суммарный объём активов составил 2470,598 миллиардов евро.

ABSPP – программа, дополняющая CSPP. Осуществляется на первичном и вторичных рынках по рыночным ценам. На сентябрь 2023 года программа освоила 15,333 миллиарда евро.

CBPP3 – программа, аналогичная остальным, но созданная для покупки обеспеченных облигаций. Наряду с ABSPP, программа обеспечивает и усиливает трансляционный механизм ЕЦБ и, как следствие, обеспечивает ослабление денежно-кредитной политики ЕЦБ.

Доминирующими активами являются облигации государственного сектора.

Применение инструментов нерегулярных операций на открытом рынке с одной стороны помогали удерживать

инфляцию на уровне таргета, а с другой стороны, позволили переломить тренд стагнации ВВП. С 2015 года, ВВП стран ЕС начал стабильный рост (см. рис.1,2). Стоит отметить, что ЕЦБ смог удержать инфляцию и по пороговому значению 1,5-2,2% [6]. Таким образом, совокупное применение процентных ставок на сделки с коммерческими банками и применение инструментов инвестиций в нефинансовые структуры создало базу для стабильного роста экономики при относительно небольших темпах роста инфляции. ЕЦБ задействует нестандартные прямые механизмы влияния на экономику, несвойственные для классической монетарной политики.

В Соединённых Штатах Америки центральным банком является Федеральная Резервная Система США, действующая в соответствии с Актом о Федеральном Резерве [7].

Особенностью ФРС является её децентрализованность. Фактически, это 12 независимых банков, лишь в некоторых вопросах действующие сообща. Единственным органом, который имеет полномочия по ведению некоторых вопросов, является Федеральный комитет по операциям на открытом рынке (FOMC).

Рассмотрим денежно-кредитную политику США и инструменты ФРС, которыми она регулярно пользуется.



Рис. 1. Инфляция в еврозоне 2000-2023 гг. [4]

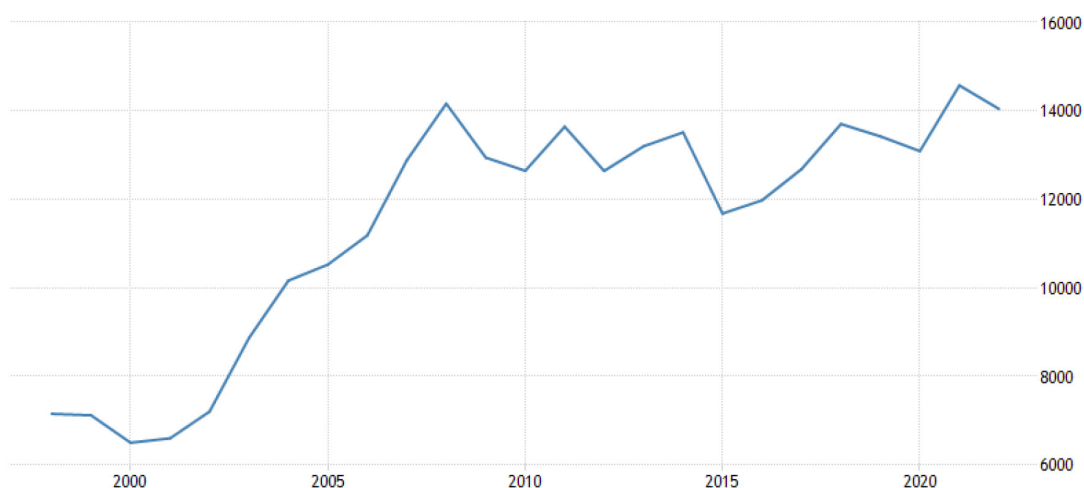


Рис. 2. ВВП в еврозоне 1998-2023 гг. в миллиардах евро [6]

Целью ДКП является стабильность рынка и поддержка производств на территории США. Для этого ФРС использует следующие инструменты:

1. Операции на открытом рынке (OMOs).
2. Дисконтное окно.
3. Норма резервирования.
4. Ставка по остаткам на резервы.
5. Соглашение по обратным РЕПО overnight.
6. Срочный депозит.
7. Постоянный договор РЕПО.

Операции на открытом рынке до кризиса 2008 года использовались лишь как механизм корректировки предложения по резервам. Это делалось для достижения целевого показателя процентной ставки, по которым депозитарные учреждения предоставляют друг другу ссуды overnight. С 2008 по 2015 ФРС использовал этот инструмент для стимулирования экономической активности путём снижения ссудной процентной ставки с помощью этого инструмента и покупкой долгосрочных ценных бумаг. До сих пор ОМОs используются для создания долгосрочного предложения. Сделки РЕПО и РЕПО overnight стали неотъемлемой частью поддержки ФРС финансового рынка, которая позволяет поддерживать резервы банков [11].

Дисконтное окно является механизмом беспрепятственного доступа банков к ликвидности. Используя ставку дис-

контирования, банки, входящие в ФРС, регулируют денежные потоки в иные коммерческие банки и, таким образом, создают окно возможностей для коммерческих банков. Особенно полезен этот механизм в условиях рыночного стресса, когда резервы банков могут сильно истощиться. Норма резервирования является механизмом, защищающим банки от рискованных операций. Однако, с марта 2020 года норма обязательных резервов находится на уровне 0 долларов. Связано это было, прежде всего, с пандемией COVID-19. Операции делились на чистые транши, транши с низким резервированием и транши, превышающие низкое резервирование. Чистые транши не облагались нормой резервирования, тогда как транши с низким резервированием облагались на уровне 3%. Остальные транши резервировались 10%.

Ставка по остаткам на резервы является инструментом, с помощью которого ФРС привлекает резервы банков на свои счета под определённый процент. Это является сдерживающим механизмом, позволяющим снизить предложение денег на рынке.

Несмотря на все эти инструменты, можно заметить, что ФРС не обладает механизмом контроля над объёмом выдачи кредитов, поскольку действующая система резервирования транзакций не позволяет осуществить такой контроль.

Рассмотрим показатели ВВП и инфляции в США.

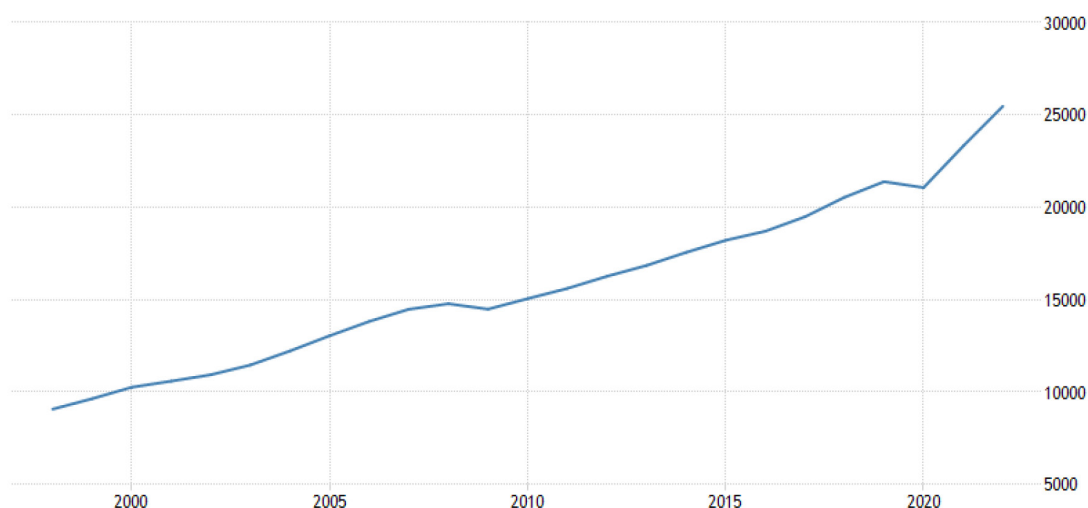


Рис. 3. ВВП в США 1998-2023 гг. в миллиардах долларов [7]



Рис. 4. Инфляция в США 1998-2023 гг. [4]

Можно заметить (см. рис. 5, 6), что до 2020 года инфляция хоть и иногда превышала цель по инфляции, она в целом оставалась в коридоре 2,2-2,4%, что говорит о контроле инфляции ФРС.

В сравнении со странами еврозоны, можно сделать следующие выводы.

Политика ФРС в целом хоть и была успешной в плане сдерживания инфляции, после 2020 года инфляция начала бурный рост, который не позволил выполнить план по таргетированию

инфляции. С другой стороны, экономика США показывает рост, который не только не замедляется, но и ускоряется.

Это говорит о большей концентрации ФРС не на сдерживании роста цен, а на экономическом стимулировании.

В соответствии с ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)» [8] и ФЗ «О рынке ценных бумаг» [9] оптимальный уровень инфляции определяется следующей формулой:

$$rs_1 = \gamma_1 * rs_{t-1} + (1 - \gamma_1) * (rs_1^{neutral} + \gamma_2 * (\pi_{t+4}^4 - \pi_{t+4}^{TAR}) + \gamma_3 * y_t^{gap}) + \varepsilon_1,$$

где rs_1 – номинальная ставка денежно-кредитной политики; $rs_1^{neutral}$ – нейтральная реальная процентная ставка;

$(\pi_{t+4}^4 - \pi_{t+4}^{TAR})$ – ожидаемое отклонение инфляции от целевой уровня; y_t^{gap} – разрыв выпуска; ε_1 – случайная ошибка.

Центральный Банк Российской Федерации применяет следующие инструменты для исполнения целей своей ДКП.

Первый, это основные аукционы. Второй – операции постоянного действия сроком на 1 день. Третий и четвертый имеют название аукционы «тонкой настройки» и аукционы на длительный период соответственно.

Основным инструментом ДКП, который используется ЦБ РФ являются аукционы на срок 1 неделя. Основной функцией этой операции является предоставление ликвидности банкам на регулярной основе. Для этих целей используются аукционы РЕПО. Для изъятия же применяются депозитные аукционы. ЦБ РФ самостоятельно определяет объемы торгов по этим операциям. Ставкой для подачи заявок на предоставление или изъятие ликвидности является ключевая ставка ЦБ РФ. Однако ставка по размещению средств определяется по итогам аукциона.

Операции постоянного действия на срок 1 день. Такие операции применяются для стабилизации финансового рынка при шоках и спекуляциях. Средства предоставляются посредством краткосрочных кредитов. Изъятие денег из финансового сектора производится за счёт депозитных аукционов, как и в случае операций основных аукционов. Однако, особенной чертой этого инструмента является отсутствие лимитирования заявок. Операции постоянного действия на срок 1 день ограничены лишь рисковыми ограничениями, определяемыми Банком России отдельно. Также существует процентный коридор шириной 2 процентных пункта, а не единственное значение ключевой ставки.

Аукционы «тонкой настройки» проводятся для стабилизации денежного рынка в форме аукционов РЕПО или депозитных аукционов. ЦБ проверяет необходимость применения этого инструмента раз в сутки на основе конъюнкту-

ры рынка. В случае обнаружения дисбалансов ЦБ уведомляет рынок о проведении аукционов тонкой настройки, их объемах. Ставка по операциям «тонкой настройки» равна ключевой ставке Банка России.

Помимо краткосрочных операций, Банк России обладает системой инструментов, позволяющей проводить операции по предоставлению ликвидности на длительные сроки.

Облигации Банка России (ОБР) используются с целью изъятия излишней денежной массы с финансового рынка. Период погашения облигация варьируется от 3 до 12 месяцев. ОБР нужны в первую очередь в среднесрочной перспективе, для изъятия избыточной денежной массы из экономики и для повышения эффективности прочих инструментов, таких как основные аукционы, для влияния на ключевые ставки коммерческих банков. ОБР свободны для продажи на вторичном рынке. Также ОБР могут быть использованы в качестве залога.

В условиях структурного дефицита Банк России может проводить аукционы по предоставлению кредитов под залог нерыночных активов на срок 3 месяца.

Таким образом, Центральный Банк проводит смешанное инфляционное таргетирование, так как цель его работы не только борьба с инфляцией, но и улучшение конъюнктуры внешней торговли. Помимо это, наш Центральный Банк следит за состоянием дел на кредитном и финансовом рынках. Основным инструментом контроля для Центрального Банка являются кредиты и аукционы для российских коммерческих банков. Посредством аукционов ЦБ регулирует денежное предложение на рынке и таким образом контролирует инфляцию.

С 2013 года, когда впервые началась практика таргетирования Банком России, инфляционное давление не только не уменьшалось, но и увеличивалось. В частности, в феврале-марте 2015 года инфляция достигла отметки в 17% годовых. Однако Банк России смог сбить столь высокий уровень, в частности, с помощью крайне высокой процентной ставки. На протяжении 2-х лет, она оставалась на уровне свыше 10%.

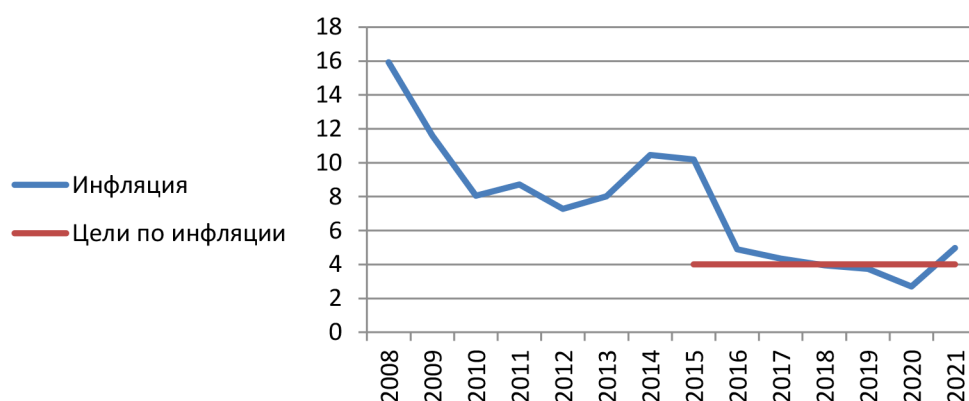


Рис. 5. Инфляция в России с 2008 года по 2021 год [10]

В 2015 году Банк России впервые официально определил целью денежно-кредитной политики снижение инфляции вплоть до 4% годовых к 2017 году. Наименьший уровень инфляции был отмечен в конце 2017 года, когда она составила лишь 2,2% годовых. Она колебалась в таком диапазоне до середины 2021 года, после начала рост и в январе 2022 года составила 8,73% годовых.

Центральный Банк в целом смог выполнить план по удержанию инфляции на уровне 4% годовых. Колебания графика можно объяснить нестабильностью мировой экономики (см. рис. 5). Таким образом, можно говорить об успехе в политике Центрального Банка Российской Федерации в таргетировании инфляции. После начала политики таргетирования, инфляция начала снижаться и достигла необходимого уровня. Помимо этого, ЦБ регулировал и другие ключевые показатели, такие как курс валют и отток

капитала, которые позволили стабилизировать бюджет страны и добиться макроэкономической стабильности, что позволило создать базу для дальнейшего роста и развития.

Выводы

Подводя итоги, можно сказать, что ЕЦБ, ФРС и ЦБ РФ используют смешанное инфляционное таргетирование (СИТ), как для управления инфляцией, рисков и стабильности банковского сектора, так и для развития экономики в целом.

ЕЦБ применяет инструменты предоставления ликвидности и торговли облигациями и активами. ФРС особое внимание уделяет контролю за банковскими операциями и предоставлению ликвидности в различных инструментах. ЦБ РФ во главу угла ставит ликвидность финансового сектора и его стабильность.

Библиографический список

1. Синельникова-Мурылева Е.В., Гребенкина А.М. Оптимальная инфляция и инфляционное таргетирование: страновой опыт // Финансы: теория и практика. 2019. № 23 (1). С. 49-65.
2. Картаев Ф. Взболтать, но не смешивать: сравнение эффективности чистого и смешанного инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. 2018. № 3. С. 65-75.
3. Таргетирование инфляции и его макроэкономические детерминанты. Механизм таргетирования. [Электронный ресурс]. URL: https://vuzlit.ru/33616/targetirovanie_inflyatsii_makroekonomicheskie_determinanty_mehanizm_targetirovaniya_inflyatsii.https://vuzlit.ru/33616/targetirovanie_inflyatsii_makroekonomicheskie_determinanty_mehanizm_targetirovaniya_inflyatsii (дата обращения 10.12.2023).
4. Информационный статистический сайт Trading Economics. [Электронный ресурс]. URL: <https://tradingeconomics.com> (дата обращения 05.12.2023).

5. Европейский Союз. Законы. Document 12016E/PRO/04 "Consolidated version of the Treaty on the Functioning of the European Union Protocol (No 4) On the statut of the europen system of central banks and European Central Banks". [Электронный ресурс]. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX12016E/PRO/04/> (дата обращения 10.12.2023).
6. Никонова О.Е., Веселовский А.А. Таргетирование инфляции как метод борьбы с инфляцией // Казанский вестник молодых учёных. 2017. С. 154-160.
7. Соединённые Штаты Америки. Законы. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/officialtitle-preamble.htm> (дата обращения: 15.12.2023).
8. Российская Федерация. Законы. Центральный Банк Российской Федерации: Федеральный закон от 30 декабря 2021 No 86-ФЗ. [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения 20.11.2023).
9. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22 апреля 1996 No 39. [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения 20.11.2023).
10. Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.gks.ru> (дата обращения 12.12.2023).
11. Бердышев А.В. Зарубежный опыт таргетирования инфляции // Финансовые рынки и банки. 2020. С. 54-56.
12. Мартынов А.Г. Проблемы развития таргетирования инфляции в России // Экономика и социум. 2021. С. 28-31.
13. Бердышев А. В., Картиева Д.С. Международный и Российский опыт таргетирования инфляции // Финансовые рынки и банки. 2019. С. 17-21.
14. Новичкова В.А. К вопросу эффективности денежно-кредитной политики Европейского центрального банка // Академическая публицистика. 2020. № 4. С. 237-241.