

Санкт-Петербургский государственный университет

Экономический факультет

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

по направлению 080100 – «Экономика»

на тему:

**Таргетирование инфляции: теоретические основы и
российский опыт**

Выполнила:

бакалавриант 4 курса группы ЭПП-4

Тутберидзе Кристина Малхазовна

_____ /подпись/

Научный руководитель:

асс. Остапенко Всеволод Михайлович

_____ /подпись/

Санкт-Петербург

2016

Оглавление

| | |
|--|---|
| ВВЕДЕНИЕ | 2 |
| ГЛАВА 1. ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ В СИСТЕМЕ РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ | 2 |
| 1.1. Денежно-кредитная политика: цели и инструменты..... | 2 |
| 1.2. Режимы денежно-кредитной политики: сравнительная характеристика..... | 2 |
| 1.3. Содержание и механизм режима инфляционного таргетирования..... | 2 |
| ГЛАВА 2. ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ: ПРЕДПОСЫЛКИ И ЗАКОНОМЕРНОСТИ | 2 |
| 2.1. Денежно-кредитная политика Банка России после экономического кризиса 2008-2009 гг..... | 2 |
| 2.2. Особенности перехода к режиму таргетирования инфляции в России..... | 2 |
| 2.3. Ограничения и перспективы инфляционного таргетирования в экономике РФ..... | 2 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ | 2 |
| СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ | 2 |
| ПРИЛОЖЕНИЯ | 2 |

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что в современных условиях макроэкономические регуляторы находятся в состоянии поиска наиболее эффективных инструментов управления хозяйственными процессами. Такие факторы, как возросшая волатильность мировых цен на нефть, исчерпание потенциала экономической системы рентного типа, резкое повышение геополитических рисков, а также ограничение доступа для российских заемщиков на международные рынки капитала, формируют новую макроэкономическую повестку для России. В сложившихся реалиях особую роль приобретает анализ действий денежных и финансовых властей, и в первую очередь – Банка России. Денежно-кредитная политика большинством специалистов рассматривается как одно из наиболее результативных направлений воздействия на развитие национальной экономики, имеющихся в распоряжении государства.

Комплексное рассмотрение российского опыта проведения монетарной политики на современном этапе предполагает оценку степени ее жесткости, обоснование оптимальных мер и каналов трансмиссии, выделение текущих приоритетов Центрального банка. Ответы на поставленные вопросы требуют учета и систематизации накопленного теоретического багажа и практического опыта использования различных режимов денежно-кредитной политики. Банк России официально перешел к проведению монетарной политики в режиме таргетирования инфляции осенью 2014 г., в связи с чем присутствует необходимость оценки его совокупного потенциала и перспектив в отечественной экономике.

Объектом исследования в выпускной квалификационной работе является государственная денежно-кредитная политика Российской Федерации.

В качестве **предмета исследования** выделены механизмы и инструменты осуществления денежно-кредитной политики, применяемые в рамках режима таргетирования инфляции.

Целью исследования является определение теоретических основ и практических закономерностей реализации денежно-кредитной политики Банка России в процессе перехода к режиму таргетирования инфляции.

Сформулированная цель работы обусловила постановку следующих исследовательских **задач**:

- 1) охарактеризовать ключевые цели и инструменты денежно-кредитной политики в современных условиях;

- 2) провести сопоставление основных режимов денежно-кредитной политики, выявить преимущества и недостатки использования режима таргетирования инфляции по сравнению с альтернативными режимами;
- 3) обобщить наиболее существенные принципы проведения денежно-кредитной политики в режиме таргетирования инфляции;
- 4) рассмотреть характерные черты эволюции монетарной политики Банка России в период с 2010 года по настоящее время;
- 5) выявить ключевые факторы и макроэкономические тенденции, сопровождавшие переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования;
- 6) проанализировать выполнение в экономике России условий успешного применения таргетирования инфляции и оценить совершенные практические действия по имплементации данного режима.

Степень разработанности заявленной проблемы является достаточно высокой. Теоретический анализ содержания, инструментов и особенностей денежно-кредитной политики проведен многими зарубежными и отечественными учеными-экономистами.

Среди работ российских специалистов, занимающихся изучением денежно-кредитной политики, выделяются труды С.А. Андрюшина, М.В. Ершова, О.И. Лаврушина, Г.С. Пановой, П.В. Трунина, А.В. Улюкаева и других.

Говоря об активности иностранных исследователей в указанной области, особо стоит выделить работы Б. Бернанке, М. Вудфорда, К. Уолша, М. Фридмана, и других.

Специфике инфляционного таргетирования посвящены статьи Б. Бернанке, Ю. В. Вымятниной, М. Ю. Головнина, Е. Горюнова, С. Дробышевского, В. В. Кузнецовой и других.

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, двух глав, заключения, списка использованной литературы и пяти приложений.

В первой главе, в параграфе 1.1 определяется сущность денежно-кредитной политики, формулируются ее цели и группы используемых инструментов.

В параграфе 1.2 представлена характеристика основных режимов денежно-кредитной политики, описываются преимущества и недостатки каждого из режимов, проводится сравнительный анализ их содержания.

В параграфе 1.3 рассмотрены особенности инфляционного таргетирования как наиболее распространенного среди развитых экономик режима денежно-кредитной политики.

Во второй главе, в параграфе 2.1 представлен анализ монетарной политики Центрального банка России в период с 2010 по 2014 год.

В параграфе 2.2 исследуются ключевые факторы перехода к режиму таргетирования инфляции в России, сопоставляются позиции отечественных экономистов в отношении рисков и положительных последствий перехода к данному режиму.

В параграфе 2.3 анализируются возможные варианты макроэкономического развития России в рамках действующего режима денежно-кредитной политики в краткосрочном и долгосрочном периоде.

ГЛАВА 1. ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ В СИСТЕМЕ РЕЖИМОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1.1. Денежно-кредитная политика: цели и инструменты

Денежно-кредитная политика является одним из важнейших направлений государственной экономической политики. От эффективности реализации денежно-кредитной политики зависит достижение государством долгосрочных и среднесрочных целей по развитию экономики

Существует множество определений термина «денежно-кредитная политика». Согласно информации Банка России, денежно-кредитная политика *представляет собой часть государственной экономической политики, направленной на повышение благосостояния российских граждан.*¹ Исследователи Э. Абель и Б. Бернанке трактуют денежно-кредитную политику как «решения о том, сколько денег предложить экономике»², российский исследователь О. Лаврушина определяет денежно-кредитную политику как «осуществление краткосрочных и долгосрочных мероприятий со стороны государства по управлению динамикой денежного оборота».³ В наиболее общем смысле под денежно-кредитной политикой понимается «система макроэкономических взаимосвязей и социально-экономических институтов, способная функционировать в различных режимах, определяющихся особенностями и степенью сложности экономических проблем, стоящих перед государством».⁴

В более узком смысле, денежно-кредитная (монетарная) политика представляет собой один из видов стабилизационной политики государства, направленной на сглаживание экономических колебаний. Или иначе, это реализация с помощью соответствующих инструментов мер, воздействующих на предложение денег и процентную ставку для приведения экономики к состоянию полной занятости.⁵

В данной работе мы придерживаемся следующей трактовки денежно-кредитной политики: «совокупность среднесрочных и долгосрочных целей экономического развития государства, которые осуществляются посредством регулирования банковского сектора с помощью инструментов воздействия на денежно-кредитную активность экономических

1URL:<http://www.cbr.ru/dkp/>(Дата обращения 21.03.2016).

2Абель А, Бернанке Б. Макроэкономика. СПб.: Питер. 2008. С. 655.

3Лаврушина О. И. Деньги, Кредит, Банки. М.: Финансы и статистика. 1998. С. 34.

4Ермоленко О. Д. Таргетирование инфляции: международный опыт и перспективы в России//Финансовые исследования, 2011. №1. С. 31.

5Никифоров А.А., Антипина О.Н., Миклашевская Н.А. Макроэкономика: научные школы, концепции, экономическая политика. – М.: Издательство «Дело и сервис», 2008. С. 75.

агентов рынка».¹ Денежно-кредитная политика осуществляется центральным банком страны и ориентирована на достижение, как стратегических целей государственной экономической политики, так и на достижение операционных монетарных целей.

Цели денежно-кредитной политики.

Конечными целями государственной экономической политики, и, соответственно, денежно-кредитной политики, являются экономический рост, ценовая, валютная и финансовая стабильность. В более узком смысле, цель денежно-кредитной политики – длительная ориентация центрального банка на решение какой-либо макроэкономической проблемы, например инфляции, безработицы, стимулирования экономического роста.²

По мнению российского ученого, С.Р. Моисеева, целью денежно-кредитной политики считается фиксированный количественный показатель, к достижению которого она должна стремиться путем выбора значений инструментов политики или инструментальных переменных.³ В экономической науке цели денежно-кредитной политики принято разделять по степени значимости на основные, промежуточные и операционные, и – в другой классификации, по временному критерию – на долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные.

Объявленная цель денежно-кредитной политики называется номинальный якорь, под которым понимается публично объявленная номинальная переменная, играющая роль цели политики центрального банка в среднесрочной перспективе, за которую он несёт ответственность. При этом номинальный якорь становится своеобразным ограничителем стоимости внутренних денег.⁴

Обозначим отдельные цели основных развитых государств. ФРС США заявляет главными целями денежно-кредитной политики – стабильность цен и стабилизация выпуска, то есть достижение минимального уровня безработицы при стабильном росте экономики. Европейский центральный банк, а также Банки Англии и Японии также устанавливают ценовую стабильность, как одну из приоритетных целей денежно-кредитной политики.

Если рассмотреть закон «О Центральном банке Российской Федерации» от 10 июля 2002 г. с дополнениями и изменениями, то в статье 3 данного закона, «защита и

¹Самойленко М.П., Родин Д.Я. Денежно-кредитная политика: теория и практика. –М.: Издательство LapLambertAcademicPublishing, 2014, С. 20.

²Головнин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации –М.: Институт экономики, 2008. С. 12.

³Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: Московская финансово-промышленная академия. 2011. С. 216.

⁴Там же. С. 217.

обеспечение устойчивости рубля» заявлена как основная цель денежно-кредитной политики России.¹

Российские экономисты, опираясь на данную цель, разделяют ее на две основных составляющих:

1. Обеспечение ценовой стабильности, то есть внутренней устойчивости рубля.
2. Поддержание покупательной способности рубля по отношению к иностранным валютам.

Как мы видим, для России, а также для большинства развивающихся стран обеспечение устойчивости национальной валюты является одной из приоритетных целей, в то время как в развитых странах на первом месте стоит контроль инфляции, и только потом устойчивость национальной валюты.

Также важно понимать, что в целях денежно-кредитной политики можно найти противоречия. Так, политика обеспечения внутренней ценовой стабильности может идти вразрез с политикой поддержания покупательной способности рубля по отношению к иностранным валютам. Такие же противоречия можно наблюдать в официально заявляемых целях денежно-кредитной политики США и других стран. К примеру, ценовая стабильность при определенных условиях не может обеспечиваться надлежащим образом, если планируется снижение безработицы и рост выпуска.²

Промежуточными целями денежно-кредитной политики в экономической науке принято считать «способность воздействовать» на денежные и кредитные агрегаты, которые в свою очередь влияют на достижение основных, долгосрочных целей. В тоже время, ряд экономистов относят воздействие на денежные и кредитные агрегаты к операционным целям.

Операционные, краткосрочные цели денежно-кредитной политики, направлены на воздействие на переменные, которые влияют на эффективность денежно-кредитной политики в краткосрочном периоде. Следует отметить, что операционные цели отражают значение и эффективность инструментов денежно-кредитной политики.

По классификации целей, представленной в книге С.Р. Моисеева, к промежуточным целям относятся: денежное предложение, номинальный валютный курс, реальный валютный курс, прогноз и целевой ориентир инфляции. К операционным целям, которые обычно соответствуют избранной промежуточной цели, относятся:

- денежная база и денежные агрегаты,

¹Федеральный закон от 10.07.2002. № 86-ФЗ «О Центральном Банке Российской Федерации».

²Вымятина Ю.В. Теория Денег Уроки кризиса. СПб.: Европейский университет, 2013. С. 106.

- номинальный валютный курс,
- краткосрочная процентная ставка,
- реальные темпы обесценения валюты,
- соотношение цен на внутреннем и внешнем рынках, и другие цели.¹

Анализ конечных целей денежно-кредитной политики позволяет выделить две полярные цели, которые не могут быть достигнуты одновременно: обеспечение стабильности цен (антиинфляционная денежно-кредитная политика) и обеспечение стабильных темпов экономического роста (стабилизационная денежно-кредитная политика). Первая представляет собой комплекс мер по устранению высокой инфляции, обеспечению стабильных цен. Вторая же направлена на стимулирование совокупного спроса в условиях рецессии через увеличение предложение денег, что в конечном итоге приводит к стабильной долгосрочной тенденции повышения общего уровня цен (к инфляции). В наиболее общем смысле монетарная политика всегда имеет антиинфляционную направленность, но в периоды экономических кризисов акценты экономической политики смещаются и денежно-кредитная политика приобретает стабилизационную направленность. Таким образом, результаты обеих разновидностей монетарной политики являются прямо противоположными.² Это фактически означает, что одновременно указанные цели не могут быть достигнуты и их выбор определяется несколькими факторами: а) степенью независимости центрального банка, б) целями экономической политики, закреплёнными в законодательстве в качестве приоритетных. Подчеркнем, что за Банком России законодательно не закреплена цель обеспечения экономического роста или снижения безработицы.

Инструментарий денежно-кредитной политики

Проводя денежно-кредитную политику, центральный банк может прибегать к рыночному регулированию или использовать административные меры. В первом случае они называются косвенными инструментами, во втором – прямыми.

В целом же инструменты денежно-кредитной политики – это экономические переменные, находящиеся под непосредственным контролем денежных властей и служащие для управления основными характеристиками финансового рынка и экономической системы в целом.³ В более узком смысле инструментами денежно-кредитной политики считают финансовые операции, которые проводятся банками и центральным банком по его указанию.

¹Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: 2011. С. 243-245.

²Никифоров А.А., Антипина О.Н., Миклашевская Н.А. Макроэкономика: научные школы, концепции, экономическая политика. М.: Издательство Дело и сервис, 2008. С. 75.

³Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: 2011. С. 234.

Прямые инструменты непосредственно влияют на поведение экономических агентов, так как в основе их лежит применение директивных мер и предписаний со стороны центробанка по отношению к экономическим агентам. Процессы генерации предложения денег определяются предоставлением центробанком кредитов коммерческим банкам, а также самих депозитов в банках, которые в большинстве стран обеспечиваются резервами, которые коммерческие банки хранят в центральном банке.

Помимо обязательной нормы резервирования, центральный банк, по отношению к коммерческим банкам применяет такой инструмент, как ставка рефинансирования, которая определяет стоимость покрытия дефицита резервов в случае чрезмерного кредитования.¹

Косвенные инструменты не имеют прямого воздействия и влияют непосредственно на определенные переменные, которые лежат в основе поведения или деятельности экономических агентов. Длительный характер воздействия и эффект от применения косвенных инструментов проявляется плавно и постепенно.

Косвенные инструменты включают в себя: управление краткосрочными ставками процента, операции на валютном рынке, изменение денежной базы, операции на валютном рынке. Относительно управления каждым из краткосрочных инструментов используется отдельный, определенный комплекс мер и инструментов. Так, например, для управления краткосрочными ставками процента, центральный банк может использовать всевозможные ставки (по кредитам overnight, по внутридневным кредитам, по операциям прямого РЕПО, по депозитным операциям), кредиты с обеспечением, а также устанавливать условия валютного свопа и другие меры.

Одним из значимых инструментов, особенно при использовании режима таргетирования инфляции, является использование процентных ставок. Центральный банк воздействует на ставки денежного рынка, которые, в свою очередь, влияют на депозитные и кредитные ставки банков, и на валютный курс. Экономические агенты, имея установленную центральным банком фиксированную ставку и динамику валютного курса, далее планируют свою политику относительно инвестирования, уровня потребления, сбережений и т.д.²

По степени воздействия прямые инструменты являются более жесткими и кардинальными, чем косвенные, но имеют непродолжительный характер действия во времени. Характеристика косвенных инструментов представлена в приложении 1.

¹Вымятина Ю.В. Теория Денег Уроки кризиса, Спб.: 2013. С. 151.

²Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. //Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4-12.

Прямые и косвенные инструменты денежно-кредитной политики также можно разделить по характеру проводимой политики со стороны центрального банка, – она может быть экспансионистской(стимулирующей), ограничительной (рестриктивной), либо смешанной (использование одновременно стимулирующих и рестриктивных мер).

Следует отметить, что действенность того или иного инструмента денежно-кредитной политики, а также степень прогнозируемости последствий от их применения, зависят от стабильности и предсказуемости поведения экономических агентов. В свою очередь стабильность и предсказуемость поведения экономических агентов зависит от применяемого типа долгосрочной денежно-кредитной политики, а также от адекватных действий центрального банка, при проведении денежно-кредитной политики.

Взаимосогласованная система индикаторов, через которую предложение денег влияет на экономическую активность, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики. Изменение параметров трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики влияет на параметры реального сектора экономики, которые, в свою очередь влияют на показатели финансового сектора. Модель трансмиссионного механизма отражает теоретическую интерпретацию каналов влияния режима денежно-кредитной политики на инфляцию. Сами каналы могут отличаться в зависимости от внешних и внутренних факторов, структуры экономики, степени подверженности ее внешним рискам, степени развитости финансового сектора экономики и т.д.¹

На сегодняшний день можно выделить несколько основных каналов трансмиссионного механизма:

- 1) Канал процентной ставки – основной канал. Так, увеличение номинальной процентной ставки приводит к росту реальной ставки, а значит – издержек привлечения финансовых ресурсов. Удорожание ресурсов приводит в конечном итоге к сокращению потребительского и инвестиционного спроса экономических агентов.
- 2) Канал благосостояния – в связи с тем, что одним из факторов потребительских расходов выступает благосостояние домашних хозяйств (размер сбережений), изменение процентной ставки приводит к изменению ценности долгосрочных финансовых активов, что в конечном итоге сокращает или увеличивает потребительские расходы домашних хозяйств.
- 3) Широкий канал кредитования – в данном случае речь идет о финансовых активах, которые служат обеспечением кредитов, выдаваемых фирмам и

¹Дробышевский С. М. Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. М.: Дело. РАНХиГС. 2011. С. 131–160.

домашним хозяйствам. Если кредитный рынок эффективен, снижение ценности обеспечения не сказывается на инвестиционных решениях. Но в случае информационных и агентских издержек падение цен на финансовые активы приведёт к росту процентной премии, выплачиваемой заёмщиками за внешнее финансирование, а в это, в свою очередь, приводит к снижению объёма потребительских и инвестиционных расходов.

- 4) Узкий канал кредитования – учитывает издержки привлечения капитала, означающие, что центральный банк, уменьшая объем ресурсов коммерческих банков, приводит к сокращению объемов выдаваемых ими кредитов, а это приводит к падению расходов частного сектора.
- 5) Канал валютного курса – выступает ключевым в условиях открытых экономик. Отражает то, каким образом денежно-кредитная политика и валютная политика воздействуют на совокупный спрос и предложение через изменение валютного курса. Так, политика, направленная на повышение курса национальной валюты, приводит к увеличению импорта и сокращению экспорта, что приводит в конечном итоге к сокращению чистого экспорта, как составной части совокупного спроса. Противоположный эффект получается при реализации политики, направленной на понижение курса национальной валюты.
- 6) Монетаристский канал – представляет собой механизм воздействия денежного предложения на цены активов. Применение инструментов денежно-кредитной политики ведет к корректировке структуры накопленных активов и относительных цен на них, что затрагивает реальный сектор экономики. В данном канале воздействие монетарной политики на реальный сектор осуществляется не через процентную ставку, а через денежную базу.

1.2. Режимы денежно-кредитной политики: сравнительная характеристика

Денежно-кредитная политика реализуется на практике в рамках определенного режима. Под режимом денежно-кредитной политики понимается институциональный механизм, который включает конкретные конечную и промежуточные цели денежно-кредитной политики, и соответствующие инструменты ее достижения. Режим определяется конкретным параметром (денежная масса, инфляция, валютный курс и т.д.), на который осуществляется целевое воздействие. Целевое воздействие, иными словами, –таргетирование, и выбранный параметр, или целевая экономическая переменная,

определяют режим денежно-кредитной политики. Если в качестве параметра выбран темп инфляции (как правило – по индексу потребительских цен), а влияние на нее происходит путем целевого воздействия (таргетирования), то реализуемая в данном случае политика будет функционировать в режиме таргетирования инфляции.

В наиболее общем смысле таргетирование – это выбор экономической мишени, на которую необходимо воздействовать для достижения поставленной цели, также это механизм выделения части аудитории, которая удовлетворяет конкретным условиям.¹ В данном случае таргетирование включает в себя три обязательные составляющие:

- публичное объявление цели,
- применение инструментария денежно-кредитной политики,
- ответственность за результаты.

В зависимости от того, какая номинальная переменная (номинальный якорь) выбирается в качестве цели денежно-кредитной политики, определяется режим реализации данной политики. Иными словами, под режимом денежно-кредитной политики понимается механизм достижения результатов в денежно-кредитной сфере.²

Режимы монетарной политики можно классифицировать, исходя из двух определяющих признаков:

- 1) характера номинального якоря (публично объявленной номинальной переменной, играющей роли промежуточной цели политики),
- 2) ясность номинального якоря (степень транспарентности цели и ответственности по обязательствам денежных властей).

Как правило, в экономической литературе выделяется четыре режима денежно-кредитной политики:

- таргетирование валютного курса;
- таргетирование денежной массы (денежных агрегатов);
- таргетирование инфляции;
- денежная политика без явного номинального якоря.

Приведем таблицу распространения в мире режимов денежно-кредитной политики (См. табл. 1.1), и рассмотрим основные черты каждого из режимов.

¹URL:http://forexaw.com/TERMs/Exchange_Economy/Macroeconomic_indicators/Finance/11097_%D0%A2%D0%B0%D1%80%D0%B3%D0%B5%D1%82%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B5_%D0%A2argeting_%D1%8D%D1%82%D0%BE (Дата обращения 29.03.2016)

²Там же. – С. 32.

Таблица 1.1 Распространение режимов денежно-кредитной политики, 2011 год

| Режим денежно кредитной политики | Количество стран, использующих режим |
|---|--------------------------------------|
| Без явного номинального якоря | 25 |
| Таргетирование валютного курса | 72 |
| Таргетирование денежной массы | 29 |
| Таргетирование инфляции | 31 |

Источник: Annual report 2011, Washington DC: International monetary Fund, 2011.

Режим таргетирования валютного курса используется для фиксирования обменного курса, или установления коридора обменного курса национальной валюты по отношению к иностранной валюте страны с низким и устойчивым уровнем инфляции.

Валютный курс является важным ценовым показателем для экономики, так как он имеет большое значение для проведения денежно-кредитной политики и ее эффективности. При этом в реальной практике может наблюдаться несколько вариантов режимов валютного курса (см. приложение 2).

Основным инструментом воздействия на валютный курс являются интервенции на валютном рынке. Так, если центральный банк активно скупает иностранную валюту на рынке для поддержания сравнительных издержек производства на пониженном уровне, рост денежного предложения постепенно вызывает ускорение темпов роста внутренних цен. А это в свою очередь приводит к укреплению валютного курса и увеличению внутренних издержек. То есть центральный банк может влиять на обменный курс в течение непродолжительного периода времени.

Реализация режима таргетирования обменного курса может реализовываться в двух формах: таргетирование номинального и реального курса. При таргетировании номинального валютного курса центральный банк ориентируется на то значение обменного курса, которое складывается в результате свободного рыночного обмена валют. Реальный валютный курс же представляет собой расчетный курс обмена национальной валюты, учитывающий динамику национальных и международных индикаторов цен или издержек. Для расчета реального валютного курса используются такие показатели, как дефлятор ВВП, стоимость единицы рабочей силы, индекс цен производителей, индекс потребительских цен и т.п.

Реализуя режим таргетирования валютного курса, центральный банк может придерживаться либо правила валютного курса (ускоряет девальвацию национальной валюты, если ее реальный обменный курс находится ниже долгосрочного значения и замедляет девальвацию при завышении реального курса относительно долгосрочного

равновесия), либо правила паритета покупательной способности (то есть удерживает соотношение цен на внутреннем и внешнем рынках на постоянном уровне).¹

К данному режиму центральный банк обычно прибегает в ряде случаев:

- если с его помощью денежные власти желают обеспечить конкурентоспособность отечественной экспортной продукции на внешнем рынке;
- если периодические девальвации, на которых основывается таргетирование валютного курса, стимулируют замещение дорогой импортной продукции более дешевой отечественной, что способствует экономическому росту.

Преимуществами данного режима являются устранение излишней волатильности обменного курса, простота и прозрачность целей денежно-кредитной политики, а также простая и легко контролируемая управляемость режимом, не требующая развитых институтов.

Недостатками данного режима является зависимость государственной монетарной политики от страны-якоря, а также тесная взаимосвязь денежной массы и инфляции со страной якорем. Соответственно данный режим обладает повышенной чувствительностью к внешним финансовым рискам, а также рискам, в том числе внутренним, которым подвергается страна-якорь. Режим таргетирования валютного курса не позволяет автоматически корректировать платежный баланс путем курсовой подстройки в ситуации внешнеэкономических шоков.

Также недостатками данного режима можно считать умеренную скорость достижения промежуточных и конечных целей и ограничение возможности стимулирования экономики в периоды рецессий путем проведения дискреционной монетарной политики, так как центральный банк обязан поддерживать соотношение внутреннего денежного предложения и золотовалютных резервов.

Режим таргетирования денежной массы или установление целевых ориентиров прироста денежной массы стал распространенным в мире в конце 1970-х – начале 1980-х годов. В тот период времени большое количество стран начали переходить с режимов таргетирования валютного курса и процентной ставки к режиму таргетирования различных денежных агрегатов.

Согласно данному режиму, центральный банк, исходя из оценки потенциального роста производства, динамики и скорости обращения денег, а также целевого показателя инфляции, определяет и объявляет общественности и экономическим агентам целевые темпы роста денежных агрегатов.

¹Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: 2011. С. 296-297.

Таргетирование денежных агрегатов предполагает установление целевых ориентиров роста определенных показателей денежной массы. В качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики выступают денежные агрегаты: денежная база, М1, М2 или М3.

Денежноетаргетирование требует выполнения трёх основных условий:

1) центральный банк влияет на ключевые макроэкономические показатели (инфляция, безработица и экономический рост), управляя денежными агрегатами;

2) центральный банк официально объявляет о том, на какие показатели роста денежного предложения он будет ориентироваться, и фактически принимает на себя мягкие обязательства по их достижению;

3) центральный банк должен иметь в своем распоряжении достаточный набор инструментов, чтобы управлять денежным предложением.

Основными преимуществами данного режима являются:

- независимость проводимой центральным банком денежно-кредитной политики, то есть фактически реализация внутренних интересов национальной экономики;
- экономические агенты осуществляют свою хозяйственную деятельность в условиях предсказуемости действий центрального банка;
- хорошая управляемость денежных агрегатов с высоким уровнем ликвидности (денежная база, ее компоненты и М1);
- простота реализации (не требует сложных экономических моделей, процедур и техник),
- ясная и простая форма подотчетности денежных властей.

При этом метод более эффективен только в тех странах, где можно оценить соотношение между избранным в качестве ориентира денежным агрегатом и целевым уровнем инфляции.

Но данный режим обладает и рядом недостатков:

- не предполагает устойчивой связи между промежуточными целями денежно-кредитной политики (денежными агрегатами) и инфляцией;
- недостаточный контроль со стороны центрального банка за агрегатами денежной массы с низким уровнем ликвидности (М2 и М3);
- низкая ответственность денежных властей перед обществом за достижение целевых ориентиров, так как последние могут быть пересмотрены в результате изменения экономической ситуации;
- невозможность для экономических агентов ориентироваться на показатели денежного рынка в связи с их непредсказуемой динамикой.

- наличие существенных временных лагов между изменением денежного предложения и последующим влиянием на реальные переменные.

Большинство специалистов признают, что реализация данного режима позволяет уменьшить экономическую неопределённость, дать рынку сигнал об изменении предложения денег и, в конечном итоге, снизить информационные издержки рыночных участников.

Необходимо отметить, что из-за того, что связь между денежным предложением и инфляцией существует только в долгосрочной перспективе, режим денежного таргетирования обладает низкой эффективностью в сравнении с другими режимами монетарной политики.

Режим таргетирования инфляции подразумевает публичное объявление целевых значений инфляции на определенную перспективу, и действия центрального банка, направленные на приведение действующей инфляции к ее целевым значениям с помощью соответствующих инструментов. Стабильность цен становится долгосрочной целью, полная занятость, либо относительная стабильность валютного курса становятся второстепенными целями денежно-кредитной политики. При этом если власти четко придерживаются поставленных целей, и добиваются их, режим таргетирования инфляции ведет к снижению инфляционных ожиданий.

Таргетирование без явного номинального якоря: этот режим означает, что денежные власти не принимают на себя конкретных обязательств по достижению определенных значений номинальных показателей функционирования финансового рынка и экономической системы.¹

При режиме отсутствия номинального якоря, как правило, в денежно-кредитной политике частично применяются инструменты остальных режимов.

Данный режим, аналогично предыдущим, имеет как свои преимущества, так и недостатки.

К основным преимуществам можно отнести использование центральным банком монетарной политики для решения внутренних экономических проблем хозяйственной системы. При данном режиме, власти более свободно подходят к вопросам регулирования денежно-кредитной политики, вследствие чего имеется возможным установить слабую корреляцию между инфляцией и денежной массой, что достаточно трудно сделать при других режимах.

Существенными недостатками данного режима являются следующие:

¹Матяс А.А. Инфляционнотаргетирование и проблемы перехода на данный режим монетарной политики в Республике Беларусь//Основы экономики, управления и права, 2012. № 4. С. 23-36.

- отсутствие прозрачности действий монетарных властей;
- зависимость проводимой политики от взглядов ключевых лиц монетарных властей;
- низкая степень подотчетности властей, проводящих денежно-кредитную политику, общественность и экономические агенты мало осведомлены о действиях денежных властей.

Как правило, данный режим сопровождается рассогласованностью институтов денежно-кредитного механизма, и низкой степенью подотчетности институтов.

В следующем параграфе мы детально рассмотрим особенности инфляционного таргетирования и сопоставим его с другими режимами монетарной политики.

1.3. Содержание и механизм режима инфляционного таргетирования

Таргетирование инфляции имеет две основные характеристики, которые отличают его от других режимов денежно-кредитной политики.

Во-первых, центральный банк получает мандат на достижение ценовой стабильности и обязан ему следовать. Ценовая стабильность обретает форму обязательства по достижению количественно заданного ориентира инфляции. Ориентир может представляться как уровень (точечное значение) или диапазон годовой инфляции. Назначение единого целевого показателя инфляции означает, что стабилизация цен является первоочередной целью денежно-кредитной политики, а ее количественное определение отражает тактические намерения денежных властей управлять инфляцией.

Во-вторых, промежуточной целью денежно-кредитной политики служит прогноз инфляции на некоторый период времени. По этой причине инфляционнотаргетирование иногда называют «таргетированием прогнозной инфляции». В результате того, что в коротком периоде инфляция предопределяется договорами о ценах и заработной плате, а также индексации относительно инфляции за прошлые периоды (то есть существует жесткость цен), монетарная политика оказывает влияние на ожидаемую будущую инфляцию. Получая новую информацию о состоянии экономики, центральный банк начинает воздействовать на показатели ожидаемой инфляции и в конечном итоге доводит ее до целевого значения.

При таргетировании инфляции в качестве целевого показателя инфляции чаще всего берётся индекс потребительских цен либо производная от него – базовая инфляция. Под базовой инфляцией понимается та часть инфляции, которая находится полностью под контролем центрального банка и зависит от реализуемой денежно-кредитной политики и

политики валютного курса. Они определяются на основе базового индекса потребительских цен, скорректированного на цены тех товаров в потребительской корзине, которым присущи серьезные колебания, прежде всего, сезонного и административного характера.

При этом основной задачей таргетирования инфляции является снижение инфляционных ожиданий всех хозяйствующих субъектов путем повышения их доверия к монетарной политике центрального банка и правительства.

Режим инфляционного таргетирования предполагает, что регулирование уровня ключевой процентной ставки осуществляется в ответ на отклонение прогнозируемого уровня инфляции от целевого значения.¹ Изменяя ключевую процентную ставку, органы денежно-кредитного регулирования воздействуют не только на уровень краткосрочных процентных ставок денежного рынка и привлекательность активов в национальной валюте, но и на объемы свободной ликвидности в банковском секторе и инфляционные ожидания экономических агентов.

Преимуществами использования режима таргетирования инфляции являются гибкость в реагировании на шоки предложения, обеспечение прозрачных ориентиров на рынке для экономических агентов, что в свою очередь повышает уровень доверия к денежным властям, а также степень ответственности властей за проводимую политику. Взаимосвязь между инфляцией и денежной массой не имеет критического значения, что является преимуществом.

К недостаткам можно отнести узкий круг целей, которые можно достичь, используя данный режим, и длительный временной период между действиями центрального банка и наступлением последствий от данных действий.

Данный режим набирает все большую популярность в мире, впервые, о переходе к прямому таргетированию уровня инфляции заявила Новая Зеландия в 1990 году, далее данный режим взяли на вооружение центральные банки Канады, Великобритании, Швеции, Австралии, Чили и других стран. В последние годы количество стран, использующих режим таргетирования инфляции, быстро растет.

До недавнего времени, в экономической литературе доминировала точка зрения, что режим таргетирования инфляции является более требовательным к макроэкономической и институциональной среде по сравнению с другими режимами денежно-кредитной политики. Это обозначено в работе Б. Эйхенгрин² и некоторых других, где утверждается, что технические навыки, институциональная развитость

¹Трунин П.В., Божечкова А.В., Киющевская А.М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования//Деньги и кредит, 2015. №4. С. 62.

²Эйхенгрин Б. Экономика в 2016 году. //Экономическая политика. 2016. №1. С.7-13.

денежно-кредитной системы и независимость центрального банка являются определяющими при переходе к режиму таргетирования инфляции. То есть сторонники данной точки зрения, считают, что сначала должна быть подготовлена соответствующая фундаментальная база, и только тогда можно переходить на данный режим.

В то же время, существует альтернативная точка зрения, например, изложенная в трудах Э. Трумэна¹, согласно которой, не существует абсолютно жестких условий, выполнение которых требуется для перехода к режиму таргетирования инфляции, и большинство требований, предъявляемых к внедрению такого режима являются рекомендательными а не обязательными.

Для того, чтобы применение режима инфляционного таргетирования было успешным, по мнению большинства специалистов, должны быть реализованы четыре группы условий:²

1) Макроэкономические условия:

- сбалансированность бюджетно-налоговой политики и параметров государственного долга;
- устойчивость платежного баланса;
- относительно умеренный темп инфляции: цены должны быть свободными, экономика не должна испытывать сильную зависимость от цен на экспортируемое сырье, колебаний обменного курса;
- развитая финансовая система;
- обеспечение низкой волатильности обменного курса (в развивающихся экономиках важное значение также имеет минимальная степень долларизации экономики для повышения доверия к национальной валюте и, как следствие, к национальному центральному банку).

2) Условия денежно-кредитной политики:

- наличие эффективного трансмиссионного механизма;
- доминирование цели по инфляции над другими целями.

3) Организационные условия:

- институциональная независимость центрального банка, который должен обладать легальной автономией и не испытывать давление со стороны властей, которые могут привести к возникновению конфликтов с объявленной целью по инфляции,

¹Truman E. Inflation Targeting in the World Economy. NY: PIIE , 2003. P. 288.

²King M. Monetary Policy: Practice Ahead of theory. – L., 2005. (URL.

www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf(Дата обращения 11.05.2016)).

- высокая квалификация аналитиков и надежная статистика: для эффективного применения режима таргетирования инфляции центральный банк должен быть способен достоверно ее прогнозировать.

4) Требования к структуре экономики: относительно структурных макроэкономических характеристик, основным требованием является отсутствие значительных отраслевых перекосов в экономике и сравнительная сбалансированность структуры ВВП по видам экономической деятельности.¹

Исходя из анализа публикаций Международного валютного фонда, по тематике режима денежно-кредитной политики, можно выделить три разновидности режима таргетирования инфляции:

1. Полный режим таргетирования инфляции;
2. Режим выборочного применения таргетирования инфляции;
3. Упрощенный (экспериментальный) режим таргетирования инфляции.

Данные разновидности имеют разграничение по следующим критериям: степень доверия к национальной банковской системе, прозрачность монетарной политики, устойчивость макроэкономических параметров, развитость финансовых институтов, устойчивость политических институтов, гибкость реагирования финансовой и денежно-кредитной системы на изменение инструментов монетарной политики.²

Полный режим и режим выборочного таргетирования инфляции, как правило, применяются в высокоразвитых странах. Данными режимами устанавливаются долгосрочные целевые ориентиры по росту экономики с низким уровнем инфляции.

Упрощенный (экспериментальный) режим таргетирования инфляции применяется в развивающихся странах, которые только внедряют режим в практику. Чаще всего, такой режим реализуют развивающиеся страны с достаточно молодой банковской системой, перед которой стоит целый ряд задач по созданию эффективных механизмов мониторинга, контроля и управления денежно-кредитной политикой государства. Мы считаем, что данные задачи выступают сложными и многоплановыми, что в определенной степени мешает денежным властям определиться с ключевыми показателями инфляции.³

Механизм таргетирования инфляции. Как и любой другой режим денежно-кредитной политики, режим таргетирования инфляции имеет определенную структуру, так называемый механизм, и определенный алгоритм действий, которые направлены на

1 Улюкаев А., Дробышевский С., Трунин П. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ // Вопросы экономики. 2008. №1. С. 46-57.

2 Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: 2011. С. 380-381.

3 Трунин П.В., Божечкова А.В., Киюцевская А.М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования // Деньги и кредит, 2015. - №4. - С. 64.

обеспечение стабильного функционирования самого режима, и достижения целей денежно-кредитной политики.

Структурные элементы режима таргетирования инфляции, которые являются образующими элементами механизма таргетирования инфляции, должны обеспечивать достижение долгосрочных целей денежно-кредитной политики. К структурным элементам режима таргетирования инфляции относят институционально-правовые основы и операционные элементы.¹ К институционально-правовым основам данного режима экономисты относят: мандат центрального банка, независимость центрального банка, информационную прозрачность и подотчетность деятельности.

Мандат центрального банка – право на достижение заявленных банком целей. То есть, это свобода действий банка, которая подразумевает обеспечение данными действиями в долгосрочной перспективе ценовой стабильности и экономического роста.

Независимость центрального банка – закрепленные за центральным банком полномочия, которые необходимы для достижения целей денежно-кредитной политики.

Подотчетность и информационная открытость центрального банка реализуется посредством публикации периодических отчетов, бюллетеней, протоколов заседаний, прогнозов макроэкономических показателей и аналитических материалов, Информационная открытость воздействует на инфляционные ожидания, и является важным условием успешного функционирования механизма таргетирования инфляции.

К операционным элементам режима таргетирования инфляции относят: долгосрочный уровень инфляции, целевой ориентир инфляции, горизонт таргетирования, процесс прогнозирования инфляции, модель трансмиссионного механизма, процесс принятия решений.²

Обоснование долгосрочного уровня инфляции. Для объявления целевого ориентира инфляции, необходимо, чтобы центральный банк выбрал метод оценки инфляции, форму инфляционного ориентира и количественное значение целевого ориентира инфляции.³

Количественное значение долгосрочного целевого ориентира инфляции обозначает, какой уровень инфляции является желаемым, с учетом реальных

1Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: 2011. С. 382.

2Петроневич М.В. Материалы доклада к совещанию Российского союза промышленников и предпринимателей по денежно-кредитной политике. Центр экономического прогнозирования.. 2013.
(URL:<https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjwiJeendjMAhWDFywKHUbsB8QFggcMAA&url=http%3A%2F%2Fmedia.rspp.ru%2Fdocument%2F1%2Ff%2F5%2Ff5a46fc28dbdd9ddff42484a07705bb6.ppt&usg=AFQjCNGHQAjz078Wp9MY3ECNe89vRMHbVA&sig2=2m8lTEJnh-N-KKo7tx0HSw> (Дата обращения 14.05.2016)).

3Криворучко С. В., Свирина Е. М. Структурные элементы режима таргетирования инфляции. // Банковское дело. 2015. № 4. С. 15-20.

возможностей по его достижению. Форма выражения целевого ориентира инфляции, может быть двух видов: интервал значений инфляции и точечное значение с допустимым пределом колебания.

Горизонт таргетирования – это временной период, в течении которого центральный банк обязан достигнуть целевого ориентира инфляции. Различают длительный, 1.5 – 3 года, и короткий, 1 год, горизонты таргетирования.

Процесс прогнозирования инфляциивключает в себя несколько непрерывно действующих циклических процессов: постоянный анализ индикативных и статистических данных о состоянии экономики, анализ и обработка получаемых данных, их перепроверка и построение самого прогноза. Получение данных для построения прогнозов происходит в процессе работы трансмиссионного механизма.

Процесс принятия решений денежно-кредитной политикиосуществляется непрерывно, с использованием циклических этапов. На первом этапе происходит сбор информации об экономических и инфляционных ожиданиях экономических агентов. На следующих этапах - анализ статистических данных и экономико-статистическое моделирование, далее составляются прогнозные сценарии развития экономики, и происходит выработка оптимальных решений денежно-кредитной политики. На последнем этапе принимается решение об уровне процентной ставки или объемах операций на открытых рынках, после чего публикуется пресс-релиз.

Механизм режима таргетирования инфляции и его содержание представлены в табличном виде в приложении 3.

Режим таргетирования инфляции имеет ряд положительных проявлений, которые определяют его выбор.¹

Во-первых, инфляционнотаргетирование способствует укреплению доверия к денежно-кредитной политике и ограничению инфляционных ожиданий. Это реализуется благодаря тому, что инфляционное таргетирование ориентировано на низкую инфляцию как главную цель денежно-кредитной политики, показатели которой легче фиксировать и наблюдать. При этом принятие центральным банком обязательств по достижению целевой инфляции предполагает достаточно большую прозрачность его политики. Это означает, что центральный банк приобретает большую свободу действий, а рыночные игроки могут лучше понять и оценить результаты деятельности центрального банка. Кроме того, инфляционнотаргетирование позволяет оперативно и на более долговременной основе ограничивать инфляционные ожидания по сравнению с другими режимами, в которых

¹Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: 2011. С. 55-56.

задача центрального банка выражена менее ясно или в меньшей степени поддается наблюдению.

Во-вторых, инфляционнотаргетирование обеспечивает большую гибкость денежно-кредитной политики. Это связано с тем, что целевой показатель инфляции обычно рассматривается как среднесрочная цель, при этом краткосрочные отклонения инфляции от целевого показателя допустимы, так как не всегда приводят к снижению доверия.

Данный режим обладает также рядом недостатков:

Во-первых, инфляционнотаргетирование ограничивает свободу действий регулятора и поэтому без необходимости сдерживает экономический рост. Этот недостаток связан с тем, что инфляционное таргетирование напрямую зависит от репутационного равновесия между центральным банком и игроками на внутреннем рынке;

Во-вторых, инфляционное таргетирование полностью не в состоянии сдерживать ожидания, поскольку оно представляет слишком широкую свободу действий в отношении того, как и когда следует возвращать инфляцию к целевому уровню, а также в отношении изменения самих целевых ориентиров;

В-третьих, инфляционное таргетирование не может быть результативным в странах, которые не обладают строгим набором «предпосылок». Не выполнение данных предпосылок может быть обусловлено как внутренними так и внешними факторами, а также проводимой неэффективной политикой центрального банка. Выполнение данных предпосылок имеет высокую значимость для экономики, так как именно исходя из их наличия, формируются необходимые условия для успешного функционирования режима таргетирования инфляции.

В-четвертых, при режиме таргетирования инфляции существует высокая волатильность валютного курса, это связано с тем, что независимость денежно-кредитной политики и свободное курсообразование находятся во взаимном противоречии, при условии отсутствия ограничений на капитальные потоки.

В-пятых, часть исследователей считают (в частности, посткейнсианцы), что независимость центрального банка, как этого обусловлено в концепции инфляционного таргетирования, не способствует, а наоборот, препятствует выстраиванию эффективной бюджетной политики, промышленной политики с четкими отраслевыми ориентирами.

Режим таргетирования инфляции берется на вооружение все большим количеством стран. На 2014 год, по данным МВФ, данный режим использовали чуть более 30 стран, из них 20 стран с развивающейся экономикой, при этом лидеры мировой экономики – США и Китай не используют режим таргетирования инфляции. По

результатам исследований МВФ за 2014 год, только 11 странам из 30 удается придерживаться инфляционного таргетирования в традиционном понимании, и достигать установленных целевых ориентиров.¹

Далее обозначим основные черты и преимущества инфляционного таргетирования в сравнении с другими режимами денежно-кредитной политики, и приведем краткие сравнительные характеристики использования данных режимов в современных условиях (см. приложение 3).

Внешние условия:

1. Условия высокой мобильности капиталов. Обеспечить эффективную денежно-кредитную политику способны режимы без явного номинального якоря и таргетирования инфляции.

2. Условия глобальных экономических рисков. Режим таргетирования инфляции наиболее эффективен в использовании по сглаживанию последствий от внешних глобальных рисков. Наименее эффективны в данных условиях являются режимы таргетирования валютного курса и денежной массы.

3. Восстановление экономики после финансовых кризисов. Посткризисное восстановление происходит более быстрыми темпами в странах в инфляционным таргетированием.²

4. Условия нестабильности мировых цен на сырьевые ресурсы. Применительно к России, в случае высоких цен на сырье, наиболее подходящим к использованию является режим таргетирования валютного курса, в случае низких цен – режим таргетирования инфляции.

5. Вероятность спекулятивных атак на национальную экономику. Наибольшая вероятность спекулятивных атак существует при режиме таргетирования валютного курса. Наиболее устойчив к спекулятивным атакам режим таргетирования денежного предложения.

Внутренние условия и факторы:

1. Прозрачность целей денежно-кредитной политики и доверие экономических агентов. Наиболее прозрачные цели при режимах таргетирования инфляции и валютного курса, наименее прозрачные, - при режиме без явного номинального якоря.

1 Киюцевская А. М., Трунин П. В. Не вредит ли России инфляционное таргетирование.

<http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=7853190> (Дата обращения 18.04.2016)

2 Blanchard O. et.al. Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks? // NBER Working Paper No. 21427, July 2015. P.23.

2. Ответственность денежных властей за проводимую политику. Высокая степень ответственности существует при режимах таргетирования инфляции и валютного курса, низкая степень при остальных двух режимах.

3. Согласованность денежно-кредитной, налоговой и бюджетной политики. Наибольшая согласованность достигается при применении таргетирования денежной массы. Наименьшая согласованность существует при режиме без явного номинального якоря.

4. Достижение целевых ориентиров. Высокая вероятность существует при режимах таргетирования инфляции и денежной массы, средняя вероятность, - при режимах валютного курса и без явного номинального якоря.

В данной главе мы рассмотрели теоретические основы различных режимов государственной денежно-кредитной политики, проанализировали соответствующий инструментарий центральных банков, что позволяет сформулировать несколько основных выводов:

Во-первых, государственная денежно-кредитная политика является одним из наиболее эффективных комплексов мер, направленных на повышение общественного благосостояния экономики. Стабильный экономический рост, стабильный уровень цен, сбалансированный платежный баланс являются основными целями эффективной денежно-кредитной политики;

Во-вторых, применяемый в национальной экономике режим денежно-кредитной политики характеризуется совокупностью основных, промежуточных и операционных целей, а также набором прямых и косвенных инструментов реализации денежно-кредитной политики. Инструментарий денежно-кредитной политики включает в себя процентные ставки, целевые кредиты, кредитные обязательства, обязательные резервные требования, нормирование ликвидности (прямые инструменты), кредиты, переучет ценных бумаг и кредитов, депозиты, процентный коридор, операции с правительством, валютные интервенции, аукционы, операции на открытом рынке (косвенные инструменты).

В-третьих, воздействие денежно-кредитной политики на экономическую систему осуществляется посредством трансмиссионного механизма, который включает в себя каналы процентной ставки, благосостояния, валютного курса, узкого и широкого кредитования, а также монетаристский канал.

Под режимом таргетирования инфляции понимается объявление целевых значений инфляции на определенную перспективу, и действия центрального банка с помощью набора инструментов, направленные на приведение действующей инфляции к ее целевым

значениям. Основная, принципиальная особенность режима таргетирования инфляции, и отличие от других режимов, заключается в том, что стабильность цен и целевой ориентир по инфляции, становятся основными долгосрочными целями, а достижение данных целей производится посредством регулирования ключевой процентной ставки, - основного инструмента инфляционного таргетирования.

Далее мы провели сравнительный анализ содержания и основных характеристик режимов монетарной политики и пришли к выводам, что:

Для экономики наибольшим количеством преимуществ по сравнению с другими режимами имеют режим таргетирования инфляции и режим таргетирования валютного курса. Наибольшим количеством недостатков обладает режим таргетирования денежной массы;

Преимущества режима таргетирования инфляции по сравнению с другими режимами заключаются в следующем: наибольшая прозрачность целей и наиболее высокий уровень доверия к денежно-кредитной политике государства, денежно-кредитная политика обеспечивается наиболее высокой степенью гибкости, то есть подстраивания механизма под решение текущих и среднесрочных задач, наибольшая эффективность по сглаживанию последствий от внешних глобальных рисков для экономики;

Недостатки режима таргетирования инфляции по сравнению с другими режимами заключаются в том, что с помощью данного режима возможно решить более узкий круг целей, так как инфляционное таргетирование в некотором смысле ограничивает свободу действий центрального банка. Инфляционно таргетирование ограничивая свободу действий регулятора по воздействию на реальный сектор без необходимости сдерживает экономический рост. При режиме таргетирования инфляции наблюдается повышенная волатильность валютного курса, также остается спорным вопрос о влиянии независимости центрального банка на эффективность проводимой денежно-кредитной политики.

Во второй главе мы проанализируем на примере проводимой Центральным банком России денежно-кредитной политики существующие предпосылки к полному внедрению режима таргетирования инфляции в российскую практику.

ГЛАВА 2. ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ: ПРЕДПОСЫЛКИ И ЗАКОНОМЕРНОСТИ

2.1 Денежно-кредитная политика Банка России после экономического кризиса 2008-2009 гг.

После окончания в России трансформационного кризиса 1990-х годов, денежно-кредитная политика Центрального банка проводилась в разных режимах.

В период с 1999 года по настоящее время, можно выделить три основных режима, в рамках которых осуществлялась денежно-кредитная политика:

1. С 1999 года по 2009 год – Центральный банк ориентировался в большей степени на таргетирование номинального обменного курса. До 2005 года применялся режим управляемого плавающего курса, с 2005 года по 2009 год включительно – в качестве операционного ориентира использовалась бивалютная корзина.¹

2. С 2010 года по 2014 год – Центральный банк использовал режим таргетирования номинального обменного курса, постепенно расширяя операционный интервал бивалютной корзины и подготавливая условия для перехода на свободно плавающий курс рубля.

3. С 10 ноября 2014 года по настоящее время Центральным банком применяется режим таргетирования инфляции с полностью свободным курсообразованием на валютном рынке.

После глобального кризиса 2008 года, когда денежные власти признали недостаточную эффективность проводимой денежно-кредитной политики, стал вопрос о необходимости перехода к таргетированию инфляции как наиболее эффективного режима для российской экономики в долгосрочной перспективе. До и после глобального кризиса, государственные власти заявляли о намерении перейти на таргетирование инфляции, Центральный банк и ряд экономистов придерживались позиции, что переход к такому режиму является преждевременным, по причине наличия ряда ограничительных факторов в российской экономике. Так, растущие цены на нефть, которые заставляли экономических агентов ожидать денежной эмиссии, неразвитая финансовая система и ряд других факторов, существенно затрудняли переход к данному режиму. В связи с этим, Центральный банк РФ принял решение о постепенной подготовке и переходе к таргетированию инфляции, с возможностью параллельно создать

¹Горюнов Е, Дробышевский С., Трунин П. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53—85.

максимально комфортные условия для успешного использования данного режима денежно-кредитной политики.

В данной главе мы рассмотрим современный этап монетарной политики в Российской Федерации, к которому мы относим период после глобального экономического кризиса 2008-2009 годов.

В ходе протекания кризиса 2008-2009 годов, Центральный банк России провел пересмотр целевых ориентиров государственной денежно-кредитной политики. Начиная с 2010 года постепенный переход к режиму полного таргетирования инфляции был определен Центральным банком как одна из основных целей денежно-кредитной политики на ближайшие пять лет. В начале 2015 года Центральный банк заявил, что завершил переход к режиму таргетирования инфляции, сделав основным операционным инструментом денежно-кредитной политики ключевую процентную ставку.¹

В данном параграфе мы рассмотрим монетарную политику Центрального банка России, проводимую в указанный временной период. В Таблице 2.1. приведем основные макроэкономические показатели Российской Федерации, необходимые для анализа денежно-кредитной политики 2010-2014 годов, то есть с момента начала подготовки и до момента полноценного перехода к режиму таргетирования инфляции.

Таблица 2.1 Основные показатели российской экономики в период 2010-2014 гг.

| Показатель | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Темп роста реального ВВП в годовом выражении, % | 4,5 | 4,3 | 3,4 | 1,3 | 0,6 |
| Среднегодовой уровень инфляции по отношению предыдущему году, % (по индексу потребительских цен) | 8.8 | 6.1 | 6.6 | 6.5 | 11.4 |
| Курс рубля по отношению к доллару | 30.3 | 29.4 | 31.1 | 31.9 | 38.7 |
| Отток капитала из Российской Федерации (банки и другие сектора), млрд. долл. | 31 | 81 | 54 | 61 | 151.5 |
| Среднегодовая цена на нефть марки Брент, долл./баррель | 80 | 111 | 121 | 109 | 99 |

Источник: Росстат

¹Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов

Приведем коротко основные черты, которые были присущи денежно-кредитной политике Центрального банка в указанный период.

Начиная с конца 2009 года Центральный банк постепенно начал отказываться от использования денежных агрегатов в качестве номинального якоря денежно-кредитной политики и начал использовать в качестве основного инструмента процентную ставку (ключевую ставку), а основным механизмом монетарной трансмиссии должен был стать процентный канал.

Реализация антикризисных мер в 2009-2010 годах позволила снизить влияние внешних факторов, воздействующих на рост инфляции. До момента отказа от регулирования валютного курса в 2014 году, Центральный банк применял в качестве операционной цели курсовой политики бивалютную корзину – средневзвешенный курс рубля по отношению к евро и американскому доллару, с постепенно расширяющимся коридором колебаний.

Начиная со второй половины 2012 года, Центральный банк возобновил программы рефинансирования под нерыночные активы, таким образом, стимулируя краткосрочный совокупный спрос и кредитную активность российских банков.¹

В целом, период 2010 – 2013 годов можно охарактеризовать как относительно стабильный – ставка рефинансирования изменялась незначительно (См. Табл. 2.2), наблюдалась относительно низкая волатильность валютного курса.

2014 год характеризуется наступлением периода турбулентности для российской экономики, связанной с сильно возросшими мировыми и региональными геополитическими и экономическими рисками. Денежно-кредитная политика Центрального банка в этот период проводилась с целью стабилизации экономической ситуации в стране, неоднократно предпринимались меры по стабилизации ситуации на валютном рынке, несколько раз повышалась ключевая ставка, с 7% в начале 2014 года, до 17% в конце 2014 года (См. Табл. 2.2.).

Применяемые режимы денежно-кредитной политики.

Относительно режимов денежно-кредитной политики, которые использовались в данный временной промежуток, следует отметить, что Центральный банк четко обозначал действующие режимы и сущность проводимой денежно-кредитной политики в ежегодных документах «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики за 2010-2014 года», анализ которых представлен в табличном виде в приложении 5.

¹Андрюшин С.А., Кузнецова В.В. Макроэкономический аспект финансовой политики в новых условиях. М.: Институт экономики РАН, 2014. С. 33.

Так, согласно анализируемым документам, в 2010-2013 году Центральный банк заявляет о подготовке условий для перехода к режиму таргетирования инфляции, в 2014 году заявляет о завершении окончательного перехода в 2015 году, установив точные значения инфляции на 2016-2017 годы. Во всех рассматриваемых документах Центральный банк указывает на то, что условия для перехода к режиму таргетирования инфляции в России полностью не созданы.

Рассмотрим основные наблюдаемые тенденции в монетарной политике за данный период. С 2011 года Центральный банк выполнял регулирование роста денежной массы, и сохранял ее ниже уровня темпов роста номинального ВВП. Инфляция регулировалась с помощью таргетирования номинального обменного курса, при этом, со временем, интервал бивалютной корзины расширялся. С 2011 года Центральный банк начал политику постепенного уменьшения вмешательства в процессы ценообразования на валютном рынке. Операции Центрального банка на валютном рынке проводились в основном в диапазоне верхней либо нижней границы установленного интервала колебания бивалютной корзины. В тоже время, управление денежным потоком проводилось с помощью процентного коридора, который со временем сужался. Основными инструментами денежно-кредитной политики были ставка рефинансирования, ставка по операциям РЕПО, ставка по депозитам и другие. Ставка рефинансирования изменялась в диапазоне 7.75% - 8.25%.¹ В данный период можно наблюдать некоторые ухудшения внутренней экономической ситуации. Так, вслед за замедлением темпов роста денежной массы, начавшимся в 2012 году, начали сокращаться приток инвестиций в страну, начали падать объемы кредитования корпоративного сектора.²

Стратегическое направление монетарной политики было пересмотрено после назначения Э. Набиуллиной на пост главы Центрального банка в 2013 году. Так, в сентябре 2013 года Центральный банк обнародовал новую систему процентных инструментов денежно-кредитной политики: ключевая ставка, коридор процентных ставок, инструменты по абсорбированию и предоставлению ликвидности, также изменилась роль ставки рефинансирования.³ Ширина процентного коридора, границы которого симметричны относительно ключевой ставки, была определена на уровне двухпроцентных пунктов.

¹Горюнов Е, Дробышевский С., Трунин П. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53—85.

²Бюллетень банковской статистики, М., 2014.

³Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов

Данная ширина коридора определяется Центральным банком как оптимальная для ограничения волатильности процентных ставок денежного рынка.¹

Рассмотрим более подробно применение процентных ставок в указанный период. Центральный банк пытался трансформировать процентную политику таким образом, чтобы краткосрочные ставки по его операциям стали определяющими для ценообразования на рынке денег, то есть основным инструментом реализации денежно-кредитной политики.² При этом в анализируемых документах можно увидеть определенную последовательность. Так, в Документе 2010, процентная политика привязана к возможности быстрого, экстренного рефинансирования коммерческих банков. Документ 2011 обозначал политику постепенного сужения коридора процентных ставок, но сам механизм определения границ процентного коридора не был раскрыт. В Документе 2012, краткосрочная ставка рынка межбанковских кредитов обозначается как основной операционный ориентир денежно-кредитной политики. В Документе 2013 сделан упор на управление краткосрочными процентными ставками денежного рынка, с помощью инструментария изъятия и предоставления ликвидности. В Документе 2014 предполагается усовершенствование полностью системы процентных инструментов с целью повышения эффективности денежно-кредитной политики, с помощью введения ключевой ставки, а также завершения формирования пределов процентного коридора, снижения процентных ставок по кредитам нефинансовому сектору и межбанковским кредитам. Данная последовательность характеризует планомерные действия Центрального банка по подготовке к введению инфляционного таргетирования. Но в 2014 году ставки резко подскочили, что повлекло практически невозможность производить заимствования агентам реального сектора экономики, с другой стороны, неоднократное повышение ключевой ставки вплоть до 17% в конце 2014 года, является предсказуемым действием Центрального банка в ответ на отток капитала и усилившееся давление на национальную валюту. Данное повышение можно считать адекватной реакцией денежных властей на выросшие инфляционные риски, спровоцированные, помимо замедления российской экономики, начавшегося в 2013 году, падением мировых цен на нефть и введением экономических санкций против России в 2014 году. Следует отметить, что относительно уровня реальных ставок денежного рынка, жесткая денежная политика не привела к дефициту денег на межбанковском рынке. Реальная ставка денежного рынка постепенно повышалась. Отрицательное значение реальной ставки в 2010 году (-5.8%) связано с тем,

¹О системе процентных инструментов денежно-кредитной политики Банка России http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/dkp/130913_13504271.htm (Дата обращения 05.05.2016)

²Диспут АНЦЭА Денежно-кредитная политика Банка России, 10.2014 (URL:<http://arett.ru/ru/news/id.718.html> (Дата обращения 12.05.2016)).

что номинальная ставка межбанковского рынка находилась возле нижней границы процентного коридора, установленного Центральным банком, и составляла в среднем около 3% за год, в то время как повышение инфляции наблюдалось на уровне более 8% за год. По мере увеличения дефицита ликвидности и сужения процентного коридора, инфляция снижалась, ставка денежного рынка росла, это привело к тому, что наблюдался рост реальной ставки.¹

В таблице 2.2 приведены показатели ключевой ставки и ставки рефинансирования на конец года в период с 2010 по 2014 годы. Следует учесть, что с конца 2013 года, ставка рефинансирования в денежно-кредитной политике стала играть второстепенную роль, на первый план вышла, введенная Центральным банком ключевая ставка.

Таблица 2.2 Динамика процентных ставок в период 2010-2014 годов

| Год | | Ставка рефинансирования, % | Ключевая ставка, % |
|------|------------------------------|----------------------------|--------------------|
| 2010 | - | 7.75 | - |
| 2011 | - | 8.00 | - |
| 2012 | - | 8.25 | - |
| 2013 | - | 8.25 | 5.5 |
| 2014 | 03.03.2014— 27.04.2014 | 8.25 | 7 |
| | 28.04.2014 — 27.07.2014 | 8.25 | 7.5 |
| | 28.07.2014 — 04.11.2014 | 8.25 | 8.0 |
| | 05.11.2014 — 11.12.2014 | 8.25 | 9.5 |
| | 12.12.2014 — 15.12.2014 | 8.25 | 10.5 |
| | 16.12.2014 — 01.02.2015 | 8.25 | 17.0 |
| 2015 | 02.02.2015 — 15.03.2015 | 8.25 | 15.0 |
| | 16.03.2015 — 04.05.2015 | 8.25 | 14.0 |
| | 05.05.2015 — 15.06.2015 | 8.25 | 12.5 |
| | 16.06.2015 — 02.08.2015 | 8.25 | 11.5 |
| 2016 | 03.08.2015 — настоящее время | 8.25 | 11.0 |

Источник: Процентные ставки по операциям Банка России http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976 (Дата обращения 04.05.2016).

С одной стороны, в данных условиях, наблюдается повышенная жесткость проводимой монетарной политики, с другой стороны, стоимость коротких займов из области отрицательных значений вышла на уровень, соответствующий медианному на денежных рынках в странах с формирующимся рынком.²

¹Диспут АНЦЭА Денежно-кредитная политика Банка России, 10.2014.

(URL:<http://arett.ru/ru/news/id.718.html> (Дата обращения 14.05.2016)).

²Горюнов Е, Дробышевский С., Трунин П. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 65.

Что касается валютных интервенций, на протяжении рассматриваемого периода Центральный банк проводил подготовку к переходу к режиму гибкого обменного курса рубля. Следует отметить, что за указанный период не наблюдалось постепенного уменьшения интервенций со стороны Центрального банка. Экономические агенты пребывали в условиях неполного непонимания реализуемой со стороны Центрального банка валютной политики. Примером, непредсказуемой политики Центрального банка в отношении валютного курса, и соответственно, целей, объемов и периодичности валютных интервенций служит фраза, обозначенная в Документе 2014, где указано, что Центральный банк видит «основания для укрепления рубля, но не исключает возможностей его девальвации».¹ В Таблице 2.3 указаны объемы годовых валютных интервенций (покупка и продажа) по паре доллар/рубли.

Таблица 2.3 Объем валютных интервенций Центрального банка на валютном рынке России в период 2010-2014 гг.

| Год | Покупка/продажа валюты со стороны Центрального банка, млрд. долл. |
|------|---|
| 2010 | 43.21 |
| 2011 | 38.68 |
| 2012 | 16.9 |
| 2013 | 26.7 |
| 2014 | 81.4 |

Источник: Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке.

Отток капитала

Снижение в стране экономической активности, а также существенно увеличившиеся объемы оттока капитала в 2014 году (См. Табл.2.1), требовали от денежных властей неотложных действий. В данных условиях Центральный банк для стабилизации ситуации, применил комплекс мер и инструментов, состоящих из монетарной экспансии, валютных интервенций и повышения учетной ставки. Но применяемая практика, которая эффективно себя зарекомендовала в других развивающихся странах, в России не сработала в силу внешних факторов: введением рядом развитых и развивающихся государств экономических санкций против России из-за обострившегося военного конфликта на Украине, и почти двукратного снижения стоимости нефти на мировых рынках во второй половине 2014 года.

¹Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. М.: Центральный банк России, 2013.

На основе проведенного анализа, выделим основные тенденции государственной денежно-кредитной политики в 2010-2014 году. На протяжении всего указанного периода Центральным банком проводились подготовительные меры, для перехода в 2015 году к режиму таргетирования инфляции. Несмотря на воздействие внешних факторов и ухудшившуюся экономическую ситуацию внутри страны в 2014 году, Центральный банк выполнил переход к таргетированию инфляции в установленные ранее сроки. Внешние факторы, а именно снижение мировых цен на нефть и введение против России экономических санкций существенно повлияли на экономическую ситуацию в стране, поэтому окончание перехода к режиму таргетирования инфляции проходило в условиях повышенных рисков для российской экономики. Окончание перехода совпало с периодом глобальной и внутренней экономической турбулентности, который характеризуется высокой степенью неопределенности экономической ситуации.

10 ноября 2014 года Центральный банк отказался от использования режима управляемого валютного курса и заявил о переходе к режиму плавающего валютного курса, с правом возможности проведения операций на валютном рынке, в случае возникновения чрезмерных валютных колебаний. Смена режима денежно-кредитной политики, согласно ожиданиям Центрального банка и оценкам ряда экономистов, являлась одним из факторов, спровоцировавших рост инфляционных ожиданий и обесценивание национальной валюты. На наш взгляд, для перехода к режиму плавающего валютного курса, в условиях внешних санкций, падения цен на нефть и замедления темпов роста экономики был выбран неподходящий момент.

Центральный банк, чтобы смягчить макроэкономическое давление, прибег к радикальным мерам, а именно, в конце 2014 года были проведены валютные интервенции на сумму более 13 млрд. долл., к стабилизации ситуации были привлечены ресурсы Министерства финансов, Правительство Российской Федерации прибегло к мерам по стимулированию крупных экспортеров к продаже валютных запасов. Во втором параграфе мы рассмотрим, с какими особенностями Центральный банк осуществлял переход к режиму таргетирования инфляции в условиях возросших геополитических рисков и повышенной турбулентности российской экономики.

2.2 Особенности перехода к режиму таргетирования инфляции в России

Переход к режиму таргетирования инфляции Центральный банк объясняет необходимостью снижения зависимости российской экономики от внешних потрясений, а также неимением на сегодняшний момент лучших альтернатив заявленному режиму.¹

Как мы видим из параграфа 2.1, окончание перехода к режиму таргетирования инфляции совпало с серьезными геополитическими, и внешнеэкономическими вызовами, которые существенно повлияли на состояние российской экономики. Тем не менее, Центральный банк не отказался от внедрения режима таргетирования инфляции, и не перенес на более поздний период сроки перехода к данному режиму. Из этого следует, что главной особенностью перехода к режиму таргетирования инфляции в России стало то, что окончание данного перехода происходило в условиях существенного падения мировых цен на нефть, и международной санкционной политики, проводимой в отношении России.

К тому же, в 2014 году, российская экономика столкнулась с внутренними экономическими дисбалансами, которые прямым и косвенным путем осложнили процесс денежно-кредитного регулирования в рамках перехода к режиму таргетирования инфляции:

- несбалансированная отрицательная позиция по внешнему долгу российских предприятий, большая часть которого приходится на государственные компании, находящиеся под секторальными санкциями;

- неблагоприятный инвестиционный климат, усиливающий падение инвестиционного спроса и отток иностранного капитала;

- дополнительное инфляционное давление, вызванное введением эмбарго на импорт ряда иностранных товаров и девальвацией российского рубля, вызванного, в том числе, падением мировых цен на нефть;

- растущие инфляционные и девальвационные ожидания населения.²

К тому же, завершение перехода к режиму таргетирования инфляции, и фактически, функционирование российской экономики при данном режиме, совпало с периодом начавшегося с 2014 года внутреннего экономического кризиса. Следует обратить внимание, что введенный режим таргетирования инфляции не являлся одним из основных факторов, спровоцировавших усугубление экономической ситуации в стране. Кризис был

¹Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов»; Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики, 2014. № 9. С. 4.

²Свирина Е. М. Макроэкономические особенности перехода к режиму таргетирования инфляции в развитых странах // Экономика. Налоги. Право. 2015. №1. С. 100-106.

спровоцирован в большей степени внешними факторами, а введенный режим таргетирования инфляции повлиял на увеличение нестабильности и волатильности на валютном рынке, усугубив, в некоторой степени, экономическую ситуацию, но при этом, сам режим не являлся одной из существенных причин наступления экономического кризиса (См.рис. 2.1).



Рисунок 2.1 Динамика курса рубля по отношению к американскому доллару

Источник: Динамика курсов доллара США и евро к рублю и показатели биржевых торгов http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=micex_doc (Дата обращения 07.05.2016)

В период с 2010 по 2013 год официальная позиция и действия Центрального банка заключались в постепенной подготовке экономики к окончательному переходу к режиму таргетирования инфляции к 2015 году. Так, по заявлению председателя Центрального банка, Э. Набиуллиной, постепенный переход к плавающему курсу требовал определенного периода адаптации. В данный период, экономические агенты и рынок имели возможность адаптироваться к новым реалиям, когда Центральный банк постепенно ограничивал проводимые валютные интервенции. Но в 2014 году, когда экономика России подверглась внешним шокам, экономические агенты ожидали и требовали четких и понятных антикризисных мер от Центрального банка. Центральный банк, в свою очередь, заявил о продолжении действий, направленных к окончательному переходу к режиму таргетирования инфляции, при этом сознательно, учитывая

последующие возможные риски, отпустил валютный курс в свободное плавание. Официальная позиция Центрального банка заключалась в том, что «плавающий рубль позволяет сглаживать эффекты от внешних шоков для внутреннего рынка, при этом удар принимает на себя валютный курс. Плавающий курс рубля сейчас особенно необходим: в случае ухудшения внешних условий именно курс принимает на себя основные негативные последствия, тем самым защищая внутренний финансовый рынок и экономику. Для стран с инфляционным таргетированием характерна меньшая зависимость инфляции от курса валюты. Это очень важно сейчас, когда цены на энергоносители нестабильны, а курс рубля напрямую зависит от цен на нефть».¹

По заявлениям Э. Набиуллиной, особенно важно было не сдвигать временные рамки завершения процесса перехода к режиму таргетирования инфляции, так как в условиях снижения доступа к внешним рынкам финансирования, возросшей потребности экономики в импортозамещении, задача гарантий сохранности доходов и сбережений населения является ключевой.

Совершенно иной точки зрения придерживалась часть российских ученых, которые заявляли, что нежелание Центральным банком контролировать валютный курс, возрастающие инфляционные ожидания экономических агентов, приведут к значительному ухудшению экономики, а в ситуации возросших геополитических и макроэкономических рисков, переход Центрального банка к качественному применению режима таргетирования инфляции практически невозможен.²

Но так как Центральный банк не отказался от перехода на новый режим денежно-кредитной политики, рассмотрим более подробно основные экономические показатели и тенденции российской экономики прежде всего - во второй половине 2014 года.

1. Спекуляции на валютном рынке. Объявив об отказе от таргетирования обменного курса и скачкообразно повысив процентные ставки, Центральный банк усилил дефицит денег и сделал валютные спекуляции самым привлекательным видом деятельности в экономике. Инвестиционная активность в реальном секторе экономики резко снизилась, высвобождающиеся из него капиталы устремились в сферу спекулятивных финансов.³ Так, по оценкам С. Глазьева, за 2014 год, 75% от 8 трлн. рублей, выданных Центральным банком на рефинансирование коммерческих банков, оказались на

¹Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов».

²Андрюшин С. Перспективы режима таргетирования инфляции в России // Вопросы экономики. 2014. № 11. С.107-12.

³Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. № 9, С. 1-12.

валютном рынке, как следствие, объемы торгов на Московской бирже за последние два года кратно увеличились.⁴

2. Зависимость курса рубля от мировых цен на нефть. Официальная позиция Центрального банка заключается в том, что курс рубля прямо зависит от мировых цен на нефть и Центральный банк не имеет возможности в данном случае влиять на инфляцию, рост которой провоцирует девальвация национальной валюты. В тоже время в официальной позиции Центрального банка указано, что «удержание курса ограничило бы рублевую ликвидность и истощило бы резервы, процентные ставки были бы выше, чем сейчас. Это привело бы к сжатию кредитования реального сектора, прежде всего, в импортозамещающих отраслях. Возникли бы проблемы с ликвидностью на денежном рынке, снизилась бы устойчивость банковской и финансовой системы в целом. Курс пришлось бы все равно отпустить, только резко. Таким образом, сейчас нет эффективной альтернативы плавающему курсу».¹

Но, согласно исследованиям М. Ершова, масштаб обесценения российского рубля был многократно больше, чем валют других стран-экспортеров нефти (См. Табл. 2.3), причем даже тех, у кого доля экспорта нефти в ВВП выше, чем в России, и вне зависимости от применяемого режима денежно-кредитной политики.² То есть фактически, согласно заявлениям Центрального банка, страны с высокой долей сырьевого экспорта, которые используют другие режимы денежно-кредитной политики, должны были получить больший или равный уровни девальвации национальных валют и соответственно инфляцию. Как видно из данных в Таблице 2.4, на практике это не так.

Таблица 2.4 Динамика курса валют в нефтедобывающих странах мира в 2014 году

| Страна, валюта | Изменение курса по отношению к американскому доллару | Девальвация за год, % |
|-------------------|--|-----------------------|
| Российский рубль | 32,4834-65,57 | +101,88 |
| Канадский доллар | 1,064-1,1487 | +7,96 |
| Норвежская крона | 6,1445-6,5728 | +6,97 |
| Мексиканский песо | 13,0159-14,5243 | +11,59 |
| Иранский реал | 24,776-26,930 | +8,7 |

⁴Там же. С. 5.

¹Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов».

²Ершов М. Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире //Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 32—50.

| | | |
|-----------------------|---------------|--------|
| Алжирский динар | 77,917-86,35 | +10,82 |
| Иракский динар | 1,150-1,156 | +0,52 |
| Кувейтский динар | 0,282-0,29 | +3,2 |
| Ливийский динар | 1,2125-1,2139 | +2,2 |
| Катарский риал | 3,63-3,63 | 0 |
| Венесуэльский боливар | 6288-6289 | +0,04 |
| Саудовский риал | 3,7499-3,752 | -0,56 |

Источник: Ершов М. Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире. // Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 32—50.

3. Ответственность центрального банка за достижение целевых ориентиров инфляции. В период перехода к режиму таргетирования инфляции Центральный банк заявлял, что намерен использовать при измерении инфляции индекс потребительских цен, так как данный показатель влияет на процессы формирования инфляционных ожиданий экономических агентов. В то же время, Центральный банк указывает, что 50% компонентов в индексе потребительских цен регулируется административными методами, и регулятор не может на данные компоненты воздействовать. Иными словами, Центральный банк заявляет, что может влиять на инфляцию только на 50%, что подтверждает заявление Э. Набиуллиной, которая указывает на то, что бороться с инфляцией Центральный банк может только при тесном и продуктивном взаимодействии с Правительством Российской Федерации и профильными министерствами.¹ Таким образом, мы наблюдаем, что при переходе к режиму таргетирования инфляции, Центральный банк, не взяв на себя полную ответственность по регулированию инфляции.

4. Истощение резервов центрального банка. Согласно позиции регулятора, постоянная поддержка рубля в скором времени привела бы к истощению национальных валютных резервов. В то же время, при завершении перехода к режиму таргетирования инфляции, Центральный банк осуществляет рекордные, за период подготовки и перехода к режиму таргетирования инфляции, объемы вливаний на российском валютном рынке (в 2010 году – 43.21 млрд. долл., в 2014 году – 81.4 млрд. долл., См. Табл. 2.3).

В то же время, мы можем наблюдать неэффективное распоряжение национальными валютными резервами со стороны денежных властей, так существовавшим определенном уровне дефицита денежных средств на внутреннем

¹Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов».

рынке, страна накапливала резервы и размещала их в зарубежных активах с низкой процентной доходностью.

5. Повышение ключевой ставки. Официальная позиция Центрального банка относительно необходимости повышения ключевой ставки, заключается в следующем: решение в 2014 году существенно поднять ключевую ставку принято в связи с высокими темпами роста потребительских цен, которые ведут к повышению инфляционных ожиданий, что создает основу роста инфляции в будущем. «Если бы процентные ставки оставались на уровне 5,5%, то эффект на экономический рост бы был минимальным в условиях низкой безработицы и высокой загрузки основных фондов, но это бы произошло за счет обесценения валютного курса еще примерно на 10% и роста инфляции к настоящему моменту примерно до 11–12%. Продолжение такой политики спровоцировало бы раскручивание спирали инфляции».¹

В то же время Центральный банк приводит аргумент, что одним из следствий повышения ключевой ставки является увеличение банковских ставок по депозитам вкладчиков. Таким образом, рост ставок стабилизирует ситуацию с притоком депозитов, а значит, с источником финансовых средств для экономики.²

При этом власти Центрального банка осознавали, что доступ российского бизнеса к кредитным ресурсам будет значительно затруднен, но и в обычных условиях (до повышения процентных ставок в конце 2014 года), и так проводилось незначительное кредитование реального сектора экономики.

Сокращение денежной массы. Как видно из Рисунка 2, в российской экономике наблюдается влияние снижения темпов роста денежной массы на увеличение инфляции. В итоге, макроэкономическая политика борьбы с инфляцией, направленная на сжатие денежной массы и кредита, вопреки заявлениям Центрального банка, делает систему менее устойчивой к воздействию внешних шоков. Существуют обоснованные опасения, что в сегодняшней ситуации снижение инфляции любой ценой может привести к ограничению потенциала экономического роста.³

¹Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов»

²Там же

³Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. №9. С. 1-12.

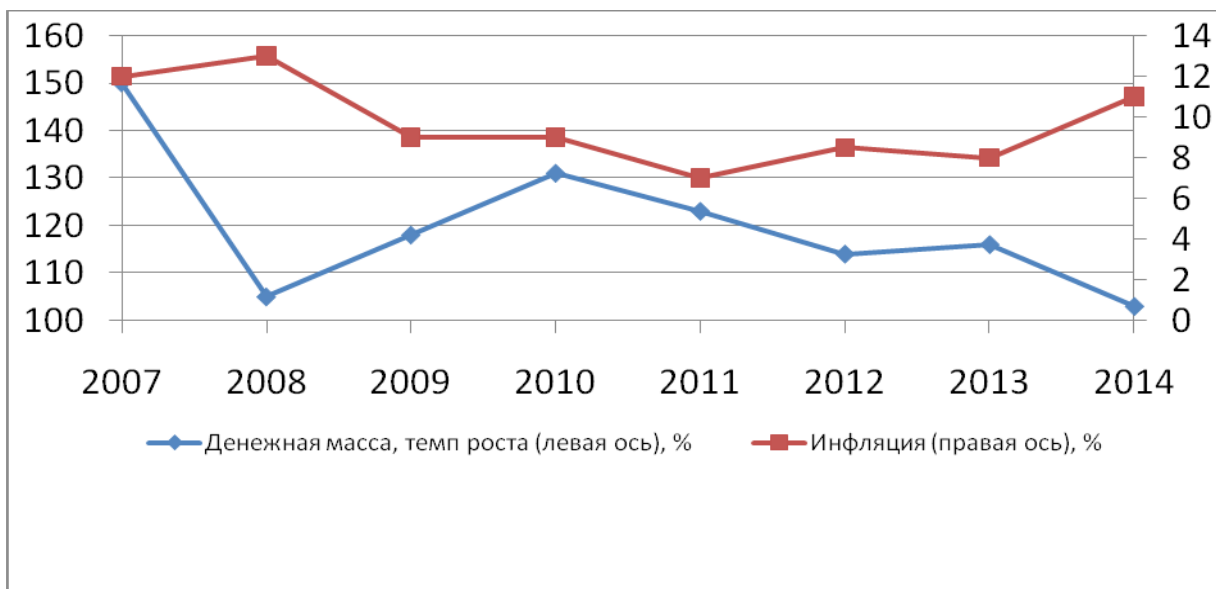


Рисунок 2.2 Темпы роста инфляции и денежной массы

Источник: доклад С.Ю. Глазьева от 29.10.2015 «О неотложных мерах по укреплению экономической безопасности России и выводу российской экономики на траекторию опережающего развития». Российская академия наук.

Как видно из вышеописанных параметров и тенденций, наблюдавшихся в российской экономике во время и по окончании перехода к режиму таргетирования инфляции, получаемые на практике результаты денежно-кредитной политики всегда совпадали с официальными заявлениями и действиями Центрального банка.

Относительно оценки результатов, которые получит экономика России от перехода к режиму таргетирования инфляции, приведем цитату из выступления Э. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации: «применение Банком России режима таргетирования инфляции и плавающего курса рубля позволит сохранить экономическую, финансовую и ценовую стабильность даже в условиях значительного снижения цен на нефть и создать условия для долгосрочного устойчивого экономического роста».¹

В то же время, обозначим результаты перехода к режиму таргетирования инфляции, которые указаны в исследованиях российского ученого С. Андрюшина: «плавающий режим обменного курса не стал механизмом абсорбирования внешних шоков, а усилил волатильность обменного курса рубля. Вместо стабилизации валютных ожиданий смена режима обменного курса усилила долларизацию экономики, ускорила расходование суверенных международных активов и спад кредитной активности

¹Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов»

российских банков»(См. Табл. 2.5).² Но следует заметить, что в анализируемых документах Центральный банк неоднократно указывал на то, что в краткосрочной перспективе, после перехода к таргетированию инфляции, возможно ухудшение экономической ситуации в стране, главным образом, по причине внешних геополитических и экономических факторов. К тому же, Центральный банк не устанавливал краткосрочных целевых ориентиров по инфляции, так как в условиях глобальной экономической неопределенности регулятор сосредоточился в первую очередь на стабилизации экономической ситуации в стране, которая значительно ухудшилась из-за влияния внешних факторов. Поэтому, мы считаем, что Центральный банк действовал эффективно, согласно сложившейся ситуации, максимально смягчив своей политикой последствия от внешних шоков для российской экономики.

Таблица 2.5 Показатели финансовых дисбалансов в экономике России

| Показатель/Дата | 01.01. 2013 | 01.01. 2014 | 01.01. 2015 | 01.07. 2015 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Чистая международная позиция РФ, млрд долл. | 142,3 | 131,7 | 310,1 | 281,1 |
| Чистые иностранные активы банковского сектора РФ, млрд руб. | 1218 | 1769 | 4014 | 5590 |
| Обязательства российских банков перед Банком России, млрд руб. | 3006 | 4745 | 9543 | |
| Операции РЕПО в иностранной валюте, млн долл. | ---- | ---- | 20245 | 32829 |
| M2x – M2, млрд руб. | 4821 | 5867 | 10921 | 11309 |
| ВВП в текущих ценах (ВВП т. ц.), млрд руб. | 62176, 5 | 66190 | 71406 | 68112 |
| Уровень долларизации экономики РФ ((M2x – M2)/ВВП т. ц.) × 100, % | 7,8 | 8,9 | 15,3 | 21,1 |

Источник: Андрушин С. Аргументы в пользу управления обменным курсом рубля // Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 51—68.

В целом, в российской экономической науке, среди исследователей существуют два противоположных мнения относительно перспектив и эффективности применения режима таргетирования инфляции в России. Так, такие исследователи как С. Дробышевский, Э. Набиуллина, К. Улюкаев, К. Юдаева и другие, в своих публикациях за последние годы, высказывают мнения о позитивном влиянии режима таргетирования инфляции на российскую экономику в долгосрочной перспективе, хотя и указывают на возможное ухудшение экономической ситуации в краткосрочной перспективе. Ряд исследователей, таких как О. Ермоленко, Е. Леонтьева, Е. Свирина и другие, также поддерживают точку зрения о позитивных перспективах применения

² Андрушин С. А. Аргументы в пользу управления обменным курсом рубля // Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 51—68.

режима таргетирования инфляции, при этом их работы, в том числе, опираются на исследования Всемирного банка, Международного Валютного Фонда, и на исследования стран, которые ранее совершили переход к данному режиму.

Исследования таких российских ученых, как А. Алтунян, С. Андрюшин С. Глазьев, М. Ершов. и других, раскрывают неэффективность применения режима таргетирования инфляции на данный момент в России. Данные исследования обращают внимание на отсутствие полноценных условий для внедрения режима, а также на негативные последствия от применения режима в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

В третьем параграфе мы рассмотрим, какие существуют перспективы и ограничения применения режима таргетирования инфляции в России, и насколько реалистичны долгосрочные оптимистические ожидания Центрального банка относительно эффективности применения данного режима.

2.3. Ограничения и перспективы инфляционного таргетирования в экономике РФ

Как указано в первой главе, для успешного применения режима таргетирования инфляции необходимо выполнение ряда условий. Так как Центральный банк заявлял до перехода и во время перехода к режиму таргетирования инфляции, что данные условия в России частично отсутствуют, но в то же время присутствовали и заявления о том, что данные условия должны быть сформированы, в силу того, что от них зависит эффективность применения режима таргетирования инфляции. Рассмотрим более подробно качество изменений таких условий на данный момент по сравнению с более ранним периодом:

1. Институциональная независимость Банка России. Можно отметить, что на данный момент Центральный банк обладает высокой степенью независимости, и достаточно высокой степенью координации и коммуникации с другими финансово-экономическими министерствами и ведомствами. Давления на Центральный банк со стороны властей не наблюдается. Но, в то же время, существует некоторая степень несогласования позиций по ключевым вопросам между Центральным банком и отдельными министерствами. Так, Министр экономического развития А. Улюкаев в своем заявлении указывает, что приоритетом для развития экономики является экономический рост а не цели по инфляции, и отмечает, что Министерство экономического развития в

своем прогнозе на 2017 год прогнозирует более высокие показатели инфляции, чем Центральный банк.¹

2. Инструментальная независимость центрального банка. Исходя из проведенного анализа, можно сделать вывод, что Центральный банк обладает высокой степенью независимости в выборе инструментов реализации денежно-кредитной политики, кроме того, в пики нестабильности, наблюдавшиеся в российской экономике (конец 2014 года) Центральный банк привлек к стабилизации ситуации другие министерства и ведомства, которые также применили имеющийся в их распоряжении инструментарий.

3. Высокая квалификация аналитиков и надежная статистика. Стоит отметить, что Российская экономика обладает надежными статистическими институтами. Статистика, помимо Центрального банка, ведется главным статистическим ведомством страны, Росстатом, а также рядом государственных и частных структур. Квалификация аналитиков постоянно повышается за счет успешного функционирования и развития существующих аналитико-исследовательских институтов, а также за счет создания новых профильных институтов.

4. Отсутствие перекосов в структуре экономики. Основные усилия как денежных, так и центральных властей направлены на снижение зависимости от цен на экспортируемое сырье, снижение колебаний обменного курса и снижение долларизации экономики. На сегодняшний момент можно отметить, что политика импортозамещения, которая направлена на устранение данных перекосов в структуре экономики, является одним из эффективных инструментов по стабилизации экономической ситуации в стране и создании условий для эффективного применения режима таргетирования инфляции.

5. Развитость финансовой системы. Центральным банком постоянно применяется комплекс мер, направленных на развитие государственной финансовой системы. Так, банковская система с помощью Центрального банка очищается от токсичных банков, постоянно совершенствуется работа трансмиссионного механизма, постепенно развивается механизм работы финансовых рынков, создана национальная платежная система.

В целом, можно отметить, что даже в условиях существующего кризиса в российской экономике, условия для использования в России режима таргетирования инфляции существенно улучшились по сравнению с периодом начала подготовки перехода к режиму таргетирования инфляции (2010 год). В то же время, вышеупомянутые внешние факторы существенно осложняют достижение Центральным

¹<http://www.vedomosti.ru/economics/news/2016/04/22/638831-inflyatsiya-rossii> (Дата обращения 05.05.2016)

банком целевых ориентиров по инфляции. Вместо снижения уровня инфляции с 6,5% до заявленных ранее 5%, - инфляция превысила 11%. Страна переживает макроэкономическую нестабильность, тем не менее, опыт развитых стран свидетельствует о том, что переход к таргетированию инфляции может быть осуществлен в период падающего и отрицательного темпа роста ВВП, высокой инфляции и нестабильного курса национальной валюты.¹ Но, как указано в первой главе, специфика перехода и применения режима таргетирования инфляции в развитых и развивающихся странах существенно отличается, поэтому целесообразно учитывать опыт других стран, но ориентироваться, прогнозировать и принимать решения, прежде всего, учитывая внутреннюю экономическую ситуацию в России, и влияющие на страну внешнеэкономические и геополитические тенденции и факторы.

Учитывая сложившуюся ситуацию, на краткосрочную перспективу перед Центральным банком стоят **три основные задачи**: стабилизация инфляционных ожиданий, стабилизация валютного рынка, предотвращение возможности наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы. В долгосрочной перспективе, основная цель Центрального банка – достижение установленных целевых уровней инфляции, - 4% в 2017 году.

Достижению краткосрочных и среднесрочных задач препятствуют внутренние и внешние факторы и тенденции, которые в том числе создают определенные ограничения использования полноценного режима таргетирования инфляции. Рассмотрим действующие ограничения, которые испытывает Центральный банк при решении данных задач. Следует отметить, что официальные денежные власти в своих выступлениях, ясно и четко определяют зависимость инфляции от таких параметров как мировые цены на нефть, обменный курс рубля и продолжительность действия санкций. Данные параметры в определенной степени выступают как ограничители эффективного использования режима таргетирования инфляции.

Стабилизация валютного рынка. Высокая волатильность цен на нефть создает высокую волатильность обменного курса рубля на валютном рынке. В данном случае, ограничением является то, что Центральный банк не имеет возможности воздействовать на внешние факторы, поэтому единственным вариантом остается воздействие на внутренние факторы, которые создают дополнительную волатильность к существующей. К таким основным инструментам воздействия относятся право Центрального банка проводить валютные интервенции в случае крайней необходимости, и возможность

¹Свирина Е. М. Макроэкономические особенности перехода к режиму таргетирования инфляции в развитых странах // Экономика. Налоги. Право. 2015. №1, С. 100-106.

регулятора влиять на экономических агентов (вплоть до лишения лицензий на осуществление финансовой деятельности), которые занимаются агрессивными, намеренными спекуляциями на валютном рынке.

Дополнительным ограничением стабилизации валютного курса также является большой объем валютных платежей банковского и нефинансового сектора по внешним заимствованиям в ближайшие годы.

Если рассматривать перспективы применения обозначенных инструментов, с целью стабилизации ситуации на валютном рынке, то возможность Центрального банка осуществлять интервенции, прежде всего, направлена на нейтрализацию воздействия внешних факторов, данная политика является логичной последовательной и предсказуемой. Для получения результатов от применения инструментов воздействия на внутренние факторы, поддерживающие дестабилизацию обменного курса рубля, требуется определенный период времени, за который рынок:

- будет очищен от излишне агрессивных экономических агентов-спекулянтов;
- будут созданы условия по минимизации рисков от спекулятивных атак внешних экономических агентов,
- будут определены оптимальные инструменты воздействия на участников валютного рынка, с целью создания приемлемых для всех игроков правил и норм функционирования валютного рынка.

Такие перспективы действия Центрального банка по решению данной задачи, на наш взгляд, являются целесообразными и основополагающими.

Стабилизация инфляционных ожиданий. Как и с ситуацией на валютном рынке, инфляционные ожидания определяют внешние и внутренние факторы, но в данном случае Центральный банк имеет возможность влиять на определенную часть внешних факторов. К внешним ограничениям политики инфляционготаргетирования, направленной на стабилизацию инфляционных ожиданий, в первую очередь следует отнести антироссийские экономические санкции, которые применяются рядом государств. В данном случае инфляционные ожидания основных развитых стран, которые применяют санкции относительно экономики России, не имеют особого значения, так как это не влияет на приток капиталов и инвестиций в страну. Эффект от инфляционных ожиданий данной группы стран, в случае если данные ожидания положительны, может быть получен быстро, в случае отмены экономических санкций.

На внутреннем рынке, стабилизировать инфляционные ожидания представляется достаточно сложной задачей. Применяемая Правительством Российской Федерации, профильными министерствами и ведомствами, политика импортозамещения, как раз

направлена, в том числе, и на стабилизацию инфляционных ожиданий экономических агентов. Перед Центральным банком в данном случае стоит две противоположных задачи. С одной стороны нужно обеспечить реальному сектору экономики доступ к дешевым деньгам, которые необходимы для развития экономики в целом. Такое обеспечение в основном может быть реализовано посредством денежной эмиссии. С другой стороны необходимо обеспечить стабильное функционирование финансовой системы, которая может быть подвержена повышенным рискам, в случае мягкой монетарной политики. Как мы видим, в данном случае, существующие ограничения объясняются трилеммой М. Обстфельда, согласно которой невозможно проводить одновременно автономную денежную политику, иметь открытый рынок капитала и поддерживать фиксированный обменный курс.¹ Согласно трилемме, одновременно достичь можно лишь две из трех указанных целей политики.

Перспектива использования режима таргетирования инфляции по решению данной задачи (стабилизация инфляционных ожиданий) видится в необходимости предоставления внутренним экономическим агентам длинных и дешевых денег, но чтобы не произошло перенасыщение экономики денежной массой, разумным представляется выпускать деньги под конкретные, крупные инвестиционные проекты. То есть активизировать деятельность Центрального банка по формированию длинной ресурсной базы, как основы долгосрочного развития.

Но конкретной, прозрачной позиции Центрального банка по данным вопросам найти не удалось, соответственно не имея официальной позиции регулятора, экономические агенты, как минимум, в краткосрочной перспективе будут иметь высокие инфляционные ожидания.

В целом, целевое финансирование, в том числе, и как механизм сдерживания инфляции, широко используется развитыми странами, где Центральный банк выступает главным источником финансовых ресурсов. Так, в США на казначейские облигации приходится 93% денежной базы доллара, в Японии – 83% денежной базы иены. В России, по данным Центрального банка за 2014 год, доля долговых обязательств российского Министерства Финансов, в денежной базе рубля составляет 3,8%.

Центральный банк предоставляет долгосрочный кредит экономике, а она таким образом уже изначально получает существенный инвестиционный потенциал, который мультиплицируется по мере подключения к работе с «длинными» проектами частного сектора. Более того, целевая эмиссия позволяет направлять финансовые ресурсы на

¹Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. №9. С. 1-12.

приоритетные цели, что насыщает соответствующие сферы ресурсами и снижает процентные ставки.²

Предотвращение наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы является одновременно оперативной, требующей каждодневных действий и принятия решений, и среднесрочной задачей.

Выполнение данной задачи сталкивается со следующими ограничениями:

- Центральному банку нужно в новых, динамических условиях, создавать практически с нуля эффективно действующие механизмы противодействия внешним шокам, обеспечения стабильности валютно-финансовой системы, увеличения значения внутренних источников финансирования;

- должна быть налажена эффективная коммуникация между экономическими министерствами и ведомствами, в российской практике институциональное взаимодействие по единой экономической политике, и в том числе по денежно-кредитной политике не налажено на высоком, функциональном уровне. Часто можно наблюдать противоречия в действиях отдельных финансовых институтов, хотя в целом Центральным банком декларируется эффективное взаимодействие с Правительством, Министерством Финансов и другими институтами. Но, фактически, данное состояние институционального взаимодействия является ограничением работы режима таргетирования инфляции. Так, например, Правительством Российской Федерации перед Центральным банком поставлена задача закрепить рубль на месте 18-й мировой валюты, имеющей свободное хождение. Такая задача на данный момент идет в разрез даже со среднесрочными задачами денежно-кредитной политики. Включение рубля в котировочные списки мировых валютных бирж может обернуться не ожидаемыми выгодами, а дополнительными потерями, к тому же, Центральный банк не способен на данный момент одновременно управлять девальвационными ожиданиями внутренних экономических агентов и снижать финансовые риски на макроуровне;

- серьезным ограничением предотвращения масштабного финансового кризиса российской экономики является вывоз капиталов. С одной стороны введение ограничений на потоки капиталов, являются эффективной мерой контроля, но с другой стороны, такие меры снижают уровень доверия экономических агентов к проводимой денежно-кредитной политике.

Тем не менее, перспектива действий Центрального банка по данному вопросу видится в поиске баланса интересов, и условий, которые бы устраивали большинство

²Ершов М. Возможности роста в условиях валютных провалов в России финансовых пузырей в мире //Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 32—50.

экономических агентов. В данном случае представляется использовать опыт развитых государств, которые одновременно с контролем над потоками капиталов, предоставляют экономическим агентам стимулирующие меры, способствующие не вывозу капитала из страны, а его реинвестированию внутри государства.

Перспектива деятельности Центрального банка в целом по задаче предотвращения наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы видится в создании, выработке и реализации целого комплекса динамических мер и инструментов, отвечающих современным реалиям.

Достижение целевого уровня инфляции в 4% к 2017 году.

В виду того, что на данный момент применение таргетирования инфляции дает противоположные ожиданиям результаты, главное ограничение (помимо внешних угроз) проводимой политики достижения заявленного уровня инфляции, - это низкое доверие экономических агентов к действиям Центрального банка. У участников рынка, в условиях реалий российской экономики возникают очевидные вопросы:

- способен ли Центральный банк только за счет ключевой ставки (и коридора процентных ставок) достичь целевого уровня по инфляции, и какими при этом будут другие макроэкономические показатели;

- должен ли индекс потребительских цен быть практически единственным ориентиром и приоритетом деятельности Центрального банка, или также следует уделять должное внимание финансовой стабильности и экономическому росту;

- какая должна быть степень взаимодействия Центрального банка с другими государственными и зарубежными экономическими институтами, и множество других вопросов.

Ответом на данные вопросы, являются представленные Центральным банком сценарии развития российской экономики до 2018 года. Так, согласно базовому сценарию, при среднегодовой цене на нефть марки Brent, равной 50 долларов за баррель, Центральный банк предполагает, что можно достичь целевого ориентира по инфляции в 4%, в 2017 году.¹

Анализируя основные направления денежно-кредитной политики на 2016 год и на период 2017 и 2018 годов, можно отметить, что:

- Центральный банк заявляет о полной готовности действий при любом возможном варианте развития событий для российской экономики;

¹Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и на период 2017-2018 годов. С. 39. [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf)(Дата обращения 04.05.2016)

- Центральный банк имеет в наличии весь необходимый набор инструментов для управления денежно-кредитной политикой;

- Центральный банк заявляет о наличии гибкой, оперативной и гибкой системы принятия решений.¹

В то же время, как и в предыдущих документах, Центральный банк заявляет о необходимости тесной, совместной работы с Правительством Российской Федерации, для достижения целевых показателей по инфляции.

Относительно перспектив реализации денежно-кредитной политики в 2016-2018 годах, условия реализации денежно-кредитной политики определяются Центральным банком как достаточно сложные, причем в большей степени зависят от внешних факторов, в частности от динамики мировых цен на нефть. Следует отметить, что Центральный банк прогнозирует сохранение внешних экономических санкций по отношению к России на протяжении 2016-2018 годов, и отмечает, что внешние санкции в ближайшие годы будут незначительно влиять на российскую экономику.

Кроме того, денежный регулятор выделяет структурные ограничения, такие как неблагоприятные демографические тенденции и низкая мобильность трудовых ресурсов, которые будут тормозить восстановление российской экономики.

Ключевым условием для снижения уровня инфляции в 2017-2018 годах Центральный банк называет необходимость сохранения в прогнозный период умеренной динамики потребительского спроса и динамики доходов в условиях умеренно-жесткой денежно-кредитной политики и консервативной бюджетной политики.

Центральный банк намерен проводить смягчение внутренних финансовых условий, что в свою очередь будет способствовать восстановлению в будущем кредитной активности. Центральным банком проводятся меры, для постепенного увеличения доли внутреннего кредитования в общем объеме кредитов, постепенного снижения уровня долларизации экономики, и постепенного повышения доверия к национальной валюте. Также, Центральный банк прогнозирует снижение оттока капитала (до 50-60 млрд. долларов США в год), при этом Центральный банк будет реализовывать комплекс мер по повышению доверия и ожиданий экономических агентов к проводимой Центральным банком денежно-кредитной политике.

При полной готовности Центрального банка эффективно использовать режим таргетирования инфляции для достижения целевых ориентиров, стоит отметить главную тенденцию, которая будет сохраняться в 2017-2018 годах, и которая отмечена во всех

¹Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и на период 2017-2018 годов. С. 39. [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf)(Дата обращения 04.05.2016)

прогнозных сценариях денежного регулятора, - увеличение неопределенности развития внешней и внутренней ситуации.

На основе проведенного анализа практических закономерностей реализации денежно-кредитной политики Банка России в процессе перехода к режиму таргетирования инфляции можно сделать следующие выводы:

Наиболее существенные принципы и задачи проведения денежно-кредитной политики в режиме таргетирования инфляции в России на данный момент заключаются в следующем:

Во-первых, достижение целевого уровня инфляции в 4% к 2017 году;

Во-вторых, первоочередное решение таких краткосрочных и среднесрочных задач как стабилизация валютного рынка, стабилизация инфляционных ожиданий, предотвращение наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы;

В-третьих, возможность использовать полный инструментарий, не ограниченный лишь инструментами, присущим лишь данному режиму, с целью достижения целевых ориентиров по инфляции.

К наиболее характерным чертам эволюции монетарной политики Банка России в период с 2010 года по настоящее время можно отнести постепенное сужение процентного коридора, постепенное расширение интервала бивалютной корзины, с последующим переходом на плавающий курс рубля, введение в 2013 году ключевой ставки, как основного инструмента регулирования денежно-кредитной политики,

Ключевыми факторами и макроэкономическими тенденциями, сопровождавшими переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования были относительно стабильная экономическая ситуация с 2010 по 2013 годы, ухудшившаяся, начиная с 2013 года, в силу внутренних факторов и тенденций, экономическая ситуация, наступление, начиная с 2014 года, экономического кризиса в силу внешних факторов, таких как существенное снижение мировых цен на нефть и введение по отношению к России экономических санкций со стороны ряда развитых и развивающихся государств.

На основе анализа выполнения в экономике России условий, необходимых для успешного применения таргетирования инфляции можно сделать выводы о том, что макроэкономические и другие условия были соблюдены не полностью, что также отражается в официальных документах Центрального банка. Но за период перехода к режиму таргетирования инфляции Центральному банку удалось улучшить ряд факторов, в тоже время, не выполнены были условия по снижению уровня долларизации экономики,

устранению некоторых перекосов в структуре экономики. Невыполнение данных условий обусловлено воздействием внешних и внутренних факторов.

На данный момент мы можем наблюдать краткосрочные последствия введения режима таргетирования инфляции: высокие инфляционные и девальвационные ожидания экономических агентов, повышенная волатильность валютного курса, ухудшение экономической ситуации. В связи с тем, что введение режима таргетирования инфляции проводилось в условиях экономических санкций в отношении России и низких цен на сырьевые ресурсы, то, по нашему мнению, применение режима таргетирования инфляции, смягчило, в том числе, и краткосрочные последствия экономического кризиса вызванного влиянием внешнеэкономических факторов и ухудшением внутренней макроэкономической ситуации.

Считаем, что в долгосрочной перспективе применение в России режима таргетирования инфляции приведет к следующим последствиям: повысится уровень доверия экономических агентов в проводимой центральным банком денежно-кредитной политике, проводимая политика будет более открытой и предсказуемой. В случае продолжения действия экономических санкций в отношении к России и низких цен на сырьевые ресурсы, достижение целевых уровней по инфляции является достаточно трудной задачей. По нашему мнению, в случае отмены внешних экономических санкций и повышения цен на сырьевые ресурсы, применение таргетирования инфляции позволит достичь целевые показатели по инфляции, как в среднесрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Экономический рост, в краткосрочной перспективе сдерживается ограничивающими внешними и внутренними факторами. В долгосрочной перспективе, предпосылки для экономического роста будут созданы в случае решения Центральным банком таких среднесрочных задач как стабилизация валютного рынка, стабилизация инфляционных ожиданий, предотвращение наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы, и ослабления действий таких внешнеэкономических факторов, как внешнеэкономические санкционные ограничения, низкие мировые цены на углеводороды.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе проведенного в данной работе анализа мы пришли к следующим выводам:

Качество и эффективность используемого режима денежно-кредитной политики зависит от точности постановки и выполнения основных, промежуточных, операционных целей, а также используемого инструментария. Развитость и качество трансмиссионного механизма и его основных каналов, являются необходимым условием для успешной реализации денежно-кредитной политики.

Режим денежно-кредитной политики - институциональный механизм, который включает конкретные конечную и промежуточные цели денежно-кредитной политики, и соответствующие инструменты ее достижения.

При режиме таргетирования инфляции, стабильность цен и целевой ориентир по инфляции являются основными долгосрочными целями, а регулирование ключевой процентной ставки – основным инструментом денежно-кредитной политики.

При сравнении характеристик режимов денежно-кредитной политики установлено, что для российской экономики наиболее подходящим является режим таргетирования инфляции, который обладает следующими преимуществами и недостатками по сравнению с другими режимами:

Преимущества – прозрачность целей денежно-кредитной политики, высокий уровень доверия экономических агентов, высокая степень гибкости проводимой политики, наиболее эффективное сглаживание последствий для экономики от внешних глобальных рисков.

Недостатки - необходимость соответствия экономики ряду макроэкономических, структурных и организационных условий, возможность решения более узкого круга целей по сравнению с другими режимами. Инфляционное таргетирование в определенной мере ограничивает свободу действий центрального банка. Повышенная волатильность валютного курса является характерным признаком данного режима.

Основным принципом проведения денежно-кредитной политики при режиме таргетирования инфляции в России является возможность и готовность Центрального банка использовать полный спектр инструментов, необходимых для достижения основных целей, в том числе целевого ориентира по инфляции 4% в 2017 году. Таким образом, используемый в российской практике режим таргетирования инфляции подкреплен инструментарием, который применяется при других режимах денежно-кредитной

политики, прежде всего возможность проведения валютных интервенций при резком повышении волатильности обменного курса, то есть фактически, в российской экономике применяется политика модифицированного инфляционного таргетирования.

Наиболее характерными чертами монетарной политики Центрального банка в посткризисный период являются четырехлетняя подготовка к внедрению режима таргетирования инфляции, которая включала в себя сужение процентного коридора, расширение интервалов бивалютного коридора, переход к использованию ключевой ставки, как основного инструмента денежно-кредитной политики.

Основными макроэкономическими тенденциями, сопровождавшие переход Центрального банка к режиму инфляционного таргетирования были: 2010-2013 год – период восстановления экономики после глобального кризиса, с 2013 года по настоящее время – ухудшение экономической ситуации, в силу внутренних факторов, с 2014 года по настоящее время – начавшийся экономический кризис, спровоцированный существенным снижением мировых цен на нефть, и введением рядом государств экономических санкций по отношению к России.

Для успешного применения таргетирования инфляции, российская экономика должна соответствовать ряду макроэкономических, организационных и структурных условий. На сегодняшний момент можно сделать выводы, что ряд условий успешно выполняется, в то же время, ряд условий остается не достигнутым в силу наличия внутренних и внешних макроэкономических факторов: снижение уровня долларизации экономики, устранение некоторых перекосов в структуре экономики.

В настоящий момент Центральный банк сосредоточен на решении следующих среднесрочных и краткосрочных задач: стабилизация валютного рынка, стабилизация инфляционных ожиданий, предотвращение наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы. Следует отметить, что возникшая необходимость решения данных задач спровоцирована в большей степени внешними факторами к которым относятся шок нефтяных цен, санкции, а не переходом к новому режиму денежно-кредитной политики.

Внешнеэкономические факторы, в большей степени, и введение режима таргетирования инфляции, в меньшей степени, спровоцировали наблюдаемые в российской экономике краткосрочные последствия: ухудшение макроэкономической ситуации, высокий уровень инфляционных ожиданий со стороны экономических агентов, повышенная волатильность валютного курса. В определенной степени, применение на сегодняшний момент режима таргетирования инфляции уменьшило, за счет эффективного

использования центральным банком инструментов, в частности ключевой ставки, негативные последствия от действия внешнеэкономических факторов.

В долгосрочной перспективе, при условиях сохранения действия по отношению к России экономических санкций и низких цен на углеводороды, считаем трудновыполнимой задачу достижения долгосрочных целевых ориентиров по инфляции.

В случае отмены санкций и повышения мировых цен на сырьевые ресурсы, применение таргетирования инфляции позволит достичь целевые показатели по инфляции, как в среднесрочной, так и в долгосрочной перспективе.

В долгосрочной перспективе, с учетом геополитических и внешнеэкономических рисков, применение режима таргетирования инфляции, посредством эффективного использования соответствующего инструментария, в частности ключевой процентной ставки, снизит зависимость российской экономики от внешних шоков, стабилизирует ситуацию на валютном рынке с помощью ограничительных мер по отношению к экономическим агентам, применяющих агрессивные спекулятивные стратегии, и позволит достигать заявленные целевые ориентиры по инфляции. Также считаем, уровень доверия экономических агентов к проводимой денежно-кредитной политике повысится.

По нашему мнению, применение режима таргетирования инфляции в Российской Федерации является наиболее обоснованным, оптимальным и эффективным в долгосрочной перспективе.

В краткосрочной перспективе сдерживание экономического роста будет происходить с силу влияния внешних, в большей степени, и внутренних факторов.

В долгосрочной перспективе экономический рост возможен при условии решения Центральным банком трех среднесрочных задач, - стабилизация валютного рынка, стабилизация инфляционных ожиданий, предотвращение наступления более масштабного кризиса российской финансовой системы, и при условии отмены внешнеэкономических санкций, действующих в отношении России со стороны ряда развитых и развивающихся государств, и повышения мировых цен на углеводороды.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов. М.: Центральный банк России. 2010.
2. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов. М.: Центральный банк России. 2011.
3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов. М.: Центральный банк России. 2012.
4. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. М.: Центральный банк России. 2013.
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. М.: Центральный банк России. 2014.
6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. М.: Центральный банк России. 2015.
7. Федеральный закон от 10.07.2002. № 86-ФЗ. О Центральном Банке Российской Федерации.
8. Абель А, Бернанке Б. Макроэкономика. Спб.: Питер. 2008.
9. Вымятина Ю.В. Теория Денег Уроки кризиса. СПб.: Европейский университет, 2013.
10. Дробышевский С. М., Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. – М.: Издательство «Дело» РАНХиГС, 2011.
11. Лаврушина О. И. Деньги, Кредит, Банки. М.: Финансы и статистика. 1998.
12. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учебное пособие. М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011.
13. Никифоров А.А., Антипина О.Н., Миклашевская Н.А. Макроэкономика: научные школы, концепции, экономическая политика. – М.: Издательство «Дело и сервис», 2008.
14. Самойленко М.П., Родин Д.Я. Денежно-кредитная политика: Теория и практика. М.: LapLambertAcademicPublishing, 2014.
15. Алтунян А. Г., Приоритеты монетарной политики в контексте национальных интересов // Вестник Санкт-Петербургского университета. Выпуск 1. 2015 С. 103-115.

16. Андриюшин С.А., Аргументы в пользу управления обменным курсом рубля //Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 51—68.
17. Андриюшин С.А., Кузнецова В.В. Макроэкономический аспект финансовой политики в новых условиях. – М.: Институт экономики РАН, 2014. 33 с.
18. Андриюшин С.А., Перспективы режима таргетирования инфляции в России //Вопросы экономики. 2014. № 11. С.107-120.
19. Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 1-12
20. Головнин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации М.: Институт экономики, 2008 С. 12.
21. Горюнов Е., Дробышевский С., Трунин П., Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика//Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53—85.
22. Ермоленко О.Д. Таргетирование инфляции: международный опыт и перспективы в России//Финансовые исследования, 2011. №1. С. 31.
23. Ершов М. Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире //Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 32—50.
24. Криворучко С. В., Свирина Е. М. Структурные элементы режима таргетирования инфляции. // Банковское дело. 2015. № 4. С. 15-20.
25. Матяс А.А. Инфляционнотаргетирование и проблемы перехода на данный режим монетарной политики в Республике Беларусь//Основы экономики, управления и права, 2012. № 4. С. 59-62.
26. Покалюк М.М., Регулирование денежного обращения в развитых странах. Автореф.дис... канд.экон.наук. – М.: РЭА им.Г.В. Плеханова, 2007.
27. Свирина Е.М. Макроэкономические особенности перехода к режиму таргетирования инфляции в развитых странах //Экономика. Налоги. Право. 2015. №1. С. 100-106.
28. Смирнов С. Режимы валютного курса и стабильность экономики //Вопросы экономики. 2010. №1. С.31-42
29. Стиглиц Дж., Таргетирование инфляции: испытания реальностью //Ведомости, 2008. №88. С.4.

30. Сухарев О.С. Денежно-кредитная политика ремонетизации экономики: теоретический аспект. // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 19 (205). С. 13-21.
31. Трунин П.В., Божечкова А.В., Киюцевская А.М., О чем говорит мировой опыт инфляционнотаргетирования//Деньги и кредит.2015. № 4. С. 61-67.
32. Улюкаев А., Дробышевский С., Трунин П., Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ//Вопросы экономики.2008. № 1. С. 46-57.
33. Улюкаев А.В., Куликов М.В. Таргетирование инфляции и обменный курс //Банковское дело, 2008. №5. С. 30-38.
34. Эйхенгрин Б. Экономика в 2016 году. //Экономическая политика. 2016. №1. С.7-13.
35. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации //Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4-12.
36. Бюллетень банковской статистики, М: Центральный Банк России, 2014.
37. Выступление Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной Думе Российской Федерации 18 ноября 2014 года по вопросу об «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017годов».
38. Глазьев С. Ю. доклад от 29.10.2015 «О неотложных мерах по укреплению экономической безопасности России и выводу российской экономики на траекторию опережающего развития». Российская академия наук.
39. Диспут АНЦЭА Денежно-кредитная политика Банка России, 10.2014 (URL: <http://arett.ru/ru/news/id.718.html>(Дата обращения 11.05.2016)).
40. Интервью с директором Института экономики РАН, Р.С. Гринбергом. Из кризиса не выйти без смены модели экономической политики // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2015. №1. С. 9.
41. Петроневич М.В. Материалы доклада к совещанию Российского союза промышленников и предпринимателей по денежно-кредитной политике. Центр экономического прогнозирования.2013(URL:<https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjwiJeendjMAhWDFywKHUbsB8QFggcMAA&url=http%3A%2F%2Fmedia.rspp.ru%2Fdocument%2F1%2Ff>)

%2F5%2Ff5a46fc28dbdd9ddff42484a07705bb6.ppt&usg=AFQjCNGHQAJz078Wp9MY3ECN e89vRMHbVA&sig2=2m8lTEJnh-N-KKo7tx0HSw (Дата обращения 14.05.2016)..

42. Annual report 2011, Washington DC: International monetary Fund, 2011.
43. «Руководство № 29. Практика инфляционного таргетирования -2012» Центр исследований деятельности центральных банков, Банка Англии. (URL: <http://www.cbr.ru/dkp/ccbshb29r.pdf> (Дата обращения 30.03.2016)).
44. Трунин П.В., Киюцевская А.М. Не вредит ли России инфляционное таргетирование (URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=7853190> (Дата обращения 18.04.2016)).
45. Blanchard O. et al. Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks? // NBER Working Paper No. 21427, July 2015. P.23.
46. King M. Monetary Policy: Practice Ahead of theory. – L., 2005. (URL: www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf (Дата обращения 11.05.2016)).
47. Truman E. Inflation Targeting in the World Economy. NY: PIIE , 2003. P. 288.
48. Динамика курсов доллара США и евро к рублю и показатели биржевых торгов (URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=micex_doc (Дата обращения 07.05.2016)).
49. Денежно-кредитная политика Центрального банка России. (URL: <http://www.cbr.ru/dkp/> (Дата обращения 21.03.2016)).
50. О системе процентных инструментов денежно-кредитной политики Банка России (URL: http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/dkp/130913_13504271.htm (Дата обращения 05.05.2016)).
51. Процентные ставки по операциям Банка России (URL: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ITM_49976 (Дата обращения 04.05.2016)).
52. Прогноз Министра экономического развития по инфляции на 2017 год. (URL: <http://www.vedomosti.ru/economics/news/2016/04/22/638831-inflyatsiya-rossii> (Дата обращения 05.05.2016)).
53. Центральный Банк России (URL: <http://www.cbr.ru/>

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Характеристика косвенных инструментов денежно-кредитной политики.

| Наименование инструмента | Характеристика |
|---------------------------------|---|
| Ломбардный кредит | Краткосрочный кредит под залог легко реализуемого движимого имущества. Для банков – кредит под залог государственный ценных бумаг на срок до 1 месяца под процентную ставку, превышающую ставку межбанковского кредита. |
| Кредит «овердрафт» | Кредит на сумму, превышающую остаток средств на счете. Возможность получения такого кредита оговаривается при открытии счета и не может превышать фиксированного лимита. Предоставляются автоматически. |
| Депозиты | Депозиты, которые банки открывают в центральном банке и хранят на них избыточную ликвидность по заранее оговоренной фиксированной процентной ставке. Срочность таких депозитов не превышает суток. |
| Процентный коридор | Установление «потолка» и нижнего предела процентных ставок на межбанковском кредитном рынке. Ширина коридора устанавливается таким образом, чтобы использование постоянных операций оказалось |

| | |
|---------------------------------|---|
| | достаточно дорогостоящим для банков. |
| Операции с правительством | Нерегулярные операции на денежном рынке, проводимые центральным банком в целях урегулирования неожиданного колебания ликвидности на денежном рынке. |
| Валютные операции (интервенции) | Действие центрального банка страны на валютном рынке, направленное на поддержание или ослабление национальной валюты, в ходе которого одновременно или в ограниченный период времени производится покупка или продажа большого объема валюты. Задача валютной интервенции заключается в поддержании курса валюты в интересах государства. |
| Аукционы | - предоставление или получение кредитов под обеспечение, - эмитирование на первичном рынке собственных краткосрочных ценных бумаг или долговых обязательств правительства, - принятие или размещение срочных депозитов. |
| Операции на рынке ценных бумаг | - покупка или продажа финансовых активов на вторичном рынке, - сделки прямого РЕПО (сделка по продаже ценных бумаг с обязательством последующего выкупа через определенный срок по заранее оговоренной цене), - сделки обратного РЕПО (сделка по покупке ценных бумаг с обязательством последующей продажи через определенный срок по заранее оговоренной цене), - валютные интервенции на спотовом рынке и на рыночном рынке. |

Источник: Составлено автором на основе: Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. – М.: 2011. С. 236-238.

Приложение 2. Фактические режимы валютного курса в странах-членах МВФ

| Вид режима | Разновидности режима | Характеристика режима |
|------------------|------------------------------------|---|
| Жесткая фиксация | А) Отсутствие валютного управления | В качестве платежного средства используется валюта другой страны |
| | Б) Валютное правление | В законодательном порядке устанавливается режим, при котором национальная валюта обменивается на иностранную по фиксированному курсу, а власти ограничены в предоставлении гарантий по своим обязательствам. |
| Гибкая фиксация | А) обычная гибкая фиксация | В течение шести месяцев курс колеблется в пределах двухпроцентного интервала (или $\pm 1\%$) относительно официально объявленного курса другой валюты или корзины валют. |
| | Б) фактическая стабилизация | В течение шести месяцев курс колеблется в пределах некоего двухпроцентного интервала. При этом курс не свободно плавающий и контролируется денежными властями, которые официально не объявляют его целевой уровень. |
| | В) горизонтальный коридор | То же, что обычная гибкая фиксация, но колебания превышают $\pm 1\%$. |

| | | |
|----------|------------------------------------|---|
| | Г) скользящая привязка | То же, что обычная гибкая фиксация, но двухпроцентный интервал задается относительно не фиксированного, а периодически изменяемого уровня (либо всегда на одинаковую величину, либо в зависимости от каких-либо макроэкономических показателей, например инфляции). |
| | Д) фактическая скользящая привязка | То же, что скользящая привязка, но двухпроцентный интервал выявляется статистически (по динамике курса за шесть месяцев). |
| Плавание | - управляемое плавание | Курс определяется преимущественно рынком, но денежные власти в случае необходимости воздействуют на формирование курса, активно проводя валютные интервенции. При этом они не объявляют ни целевого значения курса, ни целевой траектории его изменения. |
| | - свободное плавание | Курс формируется почти исключительно рынком, денежные власти проводят интервенции лишь эпизодически (не больше, чем три раза по три дня в течение шести месяцев). |

Источник: Смирнов С. Режимы валютного курса и стабильность экономики//Вопросы экономики, 2010. №1. С.31.

Приложение 3. Механизм режима таргетирования инфляции и его содержание.

| № | Механизм режима инфляционного таргетирования | Краткая характеристика |
|--|--|---|
| Институционально-правовые основы, операционные элементы | | |
| 1.1 | Орган денежно-кредитного регулирования | Как правило, центральный банк страны |
| 1.2 | Юридический мандат | Закон о Центральном банке, прописанные в законе цели денежно-кредитной политики. |
| 1.3 | Операционная независимость | Низкая, средняя, высокая |
| 1.4 | Дата введения инфляционного таргетирования | --- |
| 1.5 | Кто устанавливает таргет? | Как правило центральный банк совместно с правительством |
| 1.6 | Выбор таргета; общая или базовая инфляция | Например, Базовая инфляция используется в качестве операционного ориентира. Таргет определяется на основе скользящего ИПЦ за двенадцать месяцев |
| 1.7 | Текущий таргет | Например, 4% +/- 1.5 процентного |

| | | |
|--|---|---|
| | | пункта |
| 1.8 | Горизонт таргета | Квартал, полугодие, год, и более |
| 1.9 | Основная официальная ставка | Например недельная ставка РЕПО, односторонняя процентная ставка |
| Принятие решений | | |
| 2.1 | Орган принятия решений | Правление центрального банка, управляющий, члены правления |
| 2.2 | Наличие сторонних членов, принимающих решение | Да, нет |
| 2.3 | Условия назначения членов | Согласно нормативных документов |
| 2.4 | Процесс принятия решений | Например, правление принимает консенсусом, председатель правления имеет решающее право голоса |
| 2.5 | Периодичность заседаний по принятию решений | Раз в месяц, несколько раз в год и т.д. |
| Моделирование и прогнозирование | | |
| 3.1 | Тип моделей, используемых центральным банком | Модели среднесрочного и краткосрочного прогнозирования, сигнальные модели, сателлитные модели, динамические стохастические модели общего равновесия |
| 3.2 | Публикуемые прогнозы | Веерные диаграммы общей, базовой инфляции, прогнозы ВВП |
| 3.3 | Принятые для прогнозирования процентные ставки | Постоянные, внутренне обусловленные и т.д. |
| 3.4 | Кто готовит прогноз | Центральный банк, совет управляющих банка |
| Механизмы подотчетности | | |
| 4.1 | Открытое письмо | Да, нет |
| 4.2 | Парламентские слушания | Да, возможны отчеты председателя банка перед парламентом |
| Коммуникация и публикации | | |
| 5.1 | Немедленное объявление о решении в области денежно-кредитной политики | Да, как правило пресс-релиз |
| 5.2 | Сообщения для средств массовой информации | Пресс-релиз, пресс-конференция |
| 5.3 | Публикация протоколов | Да, нет |
| 5.4 | Публикация поименных результатов голосования/соотношения голосов | Да, нет |
| 5.5 | Отчет об инфляции | В рамках отчета о денежно-кредитной политике, отдельный |

| | | |
|-----|---------------|---|
| | | отчет об инфляции |
| 5.6 | Периодичность | Месячная, квартальная, полугодовая, годовая |

Источник: Составлено на основе «Руководства № 29 Практика инфляционного таргетирования -2012», разработанного Центром исследований деятельности центральных банков, Банка Англии.(URL: <http://www.cbr.ru/dkp/ccbshb29r.pdf>(Дата обращения 30.03.2016)).

Приложение 4. Сравнительная характеристика режимов денежно-кредитной политики

| Таргетирование валютного курса | Таргетирование денежной массы | Таргетирование инфляции | Без явного номинального якоря |
|--|--|--|--|
| Независимость монетарной политики | | | |
| Зависимая от страны якоря монетарная политика | Независимая монетарная политика. Может быть направлена на решение внутренних вопросов. | Независимая монетарная политика. Может быть направлена на решение внутренних вопросов. | Независимая монетарная политика. Может быть направлена на решение внутренних вопросов. |
| Быстрота и эффективность достижения целей | | | |
| Умеренная скорость достижения промежуточных и конечных целей | Очень быстрое достижение промежуточных целей | Достижение целей происходит со значительным временным лагом | Промежуточные цели достигаются в каждом случае с различным темпом |
| Взаимосвязь денежной массы и инфляции | | | |

| | | | |
|--|---|---|--|
| Предполагает взаимосвязь денежной массы и инфляции с о страной-якорем | Предполагает стабильную взаимосвязь денежной массы и инфляции. | Не предполагает стабильной взаимосвязи денежной массы и инфляции. | Не предполагает стабильной взаимосвязи денежной массы и инфляции |
| Прозрачность целей | | | |
| Простота, прозрачность целей | Непрозрачность конечных, промежуточных, прозрачность операционных целей | Простота, прозрачность целей. | Непрозрачность целей |
| Необходимость развитых институтов | | | |
| Не требуется | Требуется слаженная работа институтов | Требуется слаженная работа институтов | Не требуется, успех зависит от личных качеств, лиц принимающих решения |
| Требования к профессионализму денежных властей | | | |
| Средняя | Высокая | Высокая | Средняя |
| Достижение целевых ориентиров | | | |
| | Ориентация на умеренные ориентиры | Ориентация на умеренные ориентиры | |
| Согласованность денежно-кредитной, налоговой и бюджетной политики | | | |
| Средняя | Высокая | Средняя | Низкая |

Приложение 5. Основные положения денежно-кредитной политики центрального банка за 2010-2014 года.

| | |
|---------------------------------|---|
| Приоритетная цель | |
| Документ 2010 | Снижение инфляции до 9– 10% в 2010 г. и 5–7% в 2012 г. |
| Документ 2011 | Снижение инфляции в 2011 г. до 6–7%, в 2012 г. – до 6– 6%, в 2013 г. – до 4,5–5,5% |
| Документ 2012 | Снижение инфляции: в 2012 г. – до 5– 6%, в 2013 г. – до 4,5–5,5%, в 2014 г. – до 4– 5% |
| Документ 2013 | Снижение темпов прироста потребительских цен в 2013 г. до 5–6%, в 2014-м и 2015 г. – до 4– 5% |
| Документ 2014 | Снижение роста потребительских цен в 2014 г. до 5,0%, в 2015 г. – 4,5% и 2016 г. – до 4,0% |
| Темп инфляции, режим ДКП | |
| Документ 2010 | Завершение создания условий для перехода к режиму таргетирования инфляции |
| Документ 2011 | Подготовка к введению режима таргетирования инфляции |
| Документ 2012 | Планируется завершить переход к таргетированию инфляции к 2015 году |
| Документ 2013 | К 2015 году планируется завершить переход к режиму таргетирования |

| | |
|-------------------------------------|---|
| | инфляции |
| Документ 2014 | К 2015 году планируется завершить переход к режиму таргетирования инфляции |
| Политика валютного курса | |
| Документ 2010 | Сокращение прямого вмешательства в процессы курсообразования на внутреннем рынке |
| Документ 2011 | Продолжение движения в сторону свободного курсообразования |
| Документ 2012 | Последовательное сокращение прямого вмешательства Банка России в курсообразование и создание условий для перехода к режиму плавающего валютного курса |
| Документ 2013 | Дальнейшее сокращение прямого вмешательства в механизм курсообразования и создание условий для перехода к режиму плавающего валютного курса к 2015 г. |
| Документ 2014 | Повышение гибкости курсообразования под влиянием преимуществ рыночных факторов и к 2015 году завершение перехода к режиму плавающего валютного курса |
| Процентная политика | |
| Документ 2010 | Усиление влияния на формирование процентных ставок рынка денег за счет снижения процентных ставок Банка России по основным рыночным инструментам рефинансирования банков |
| Документ 2011 | Постепенное сужение коридора процентных ставок по операциям Банка России для снижения волатильности ставок денежного рынка |
| Документ 2012 | Использование в качестве операционного ориентира процентной политики краткосрочной процентной ставки рынка межбанковских кредитов и |
| Документ 2013 | Управление краткосрочными процентными ставками рынка денег с помощью инструментов предоставления и изъятия ликвидности |
| Документ 2014 | Введение ключевой ставки, завершение формирования границ процентного коридора и снижение процентных ставок по кредитам |
| Связь с фискальной политикой | |
| Документ 2010 | Проведение консервативной бюджетной политики и равномерность расходования бюджетных средств в течении года |
| Документ 2011 | Умеренно жесткая бюджетная политика при постепенном сворачивании антикризисных мер |
| Документ 2012 | Постепенное сокращение дефицита и обеспечение долгосрочной сбалансированности и устойчивости бюджетной системы |
| Документ 2013 | Результативность денежно-кредитной политики зависит от координации усилий центрального банка и Правительства РФ, отражающих состояние развития государственных финансов и обеспечение долгосрочной сбалансированности и устойчивости бюджетной системы страны |
| Документ 2014 | Центральный банк придает значение развитию механизмов взаимодействия с федеральными органами власти в области тарифной политики, управления остатками бюджетных и внебюджетных средств |
| Другие цели ДКП | |
| Документ 2010 | Сохранение стабильности банковской и платежной систем; поддержание достаточного уровня ликвидности в банковском секторе |

| | |
|---------------|--|
| Документ 2011 | Укрепление финансовой стабильности; повышение требований к финансовой устойчивости и управлению рисками банками; поощрение консолидации и капитализации в банковском секторе |
| Документ 2012 | Пристальное внимание вопросам финансовой стабильности и поддержанию общего макроэкономического равновесия и устойчивости банковской системы |
| Документ 2013 | Финансовая стабильность, устойчивость и эффективность банковской системы как условие общего макроэкономического равновесия |
| Документ 2014 | Финансовая стабильность как необходимое условие реализации государственной макроэкономической политики и устойчивости банковского сектора и финансов |

Источник: Составлено автором на основе ежегодно выпускаемых документов центрального банка России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на конкретный год и период последующих двух годов» и на основе доклада Андрюшина С.А., Кузнецовой В.В. Макроэкономический аспект финансовой политики в новых условиях. – М.: Институт экономики РАН, 2014. 33 С. В таблице, «Документ 2010» означает соответствие документу центрального банка «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период на 2011 и 2012 годов», и так далее.