

DOI: 10.18572/3034-2341-2024-2-2-15-22

Развитие стратегии Банка России: возможности гибридного таргетирования

Бондаренко Андрей Александрович

кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов и валютно-кредитных отношений
Всероссийская академия внешней торговли, Москва
E-mail: alkmna1519@yandex.ru

Масловская Ангелина Дмитриевна

студентка 3 курса
Факультета экономистов-международников
Всероссийская Академия Внешней Торговли, Москва
E-Mail: Angelina.D.M@yandex.ru

Аннотация. В статье раскрываются причины особого публично-правового статуса центральных банков, а также основные задачи, стоящие перед ними. Особое внимание уделено роли центральных банков в обеспечении стабильности национальной валюты, что обычно достигается через инфляционное или гибридное таргетирование. Представлен детальный анализ и сравнительное исследование обеих стратегий на примере российской экономики, что позволило выявить преимущества и недостатки каждой из них. В статье аргументированно доказывается необходимость перехода от текущего инфляционного таргетирования к гибридной стратегии, подчеркивая её потенциальную эффективность в условиях экономической нестабильности. Выводы статьи подкреплены эмпирическими данными и аналитическими моделями, что делает её значимым вкладом в дискуссию о совершенствовании монетарной политики в современных условиях. В данной статье используются официальные отчёты Центрального банка РФ, работы Ф. Картаева и И. Луновой, а также официальная статистика Федеральной службы государственной статистики.

Ключевые слова: Центральный банк, денежно-кредитная политика, инфляционное таргетирование, гибридное таргетирование.

JEL classification: E58

ВВЕДЕНИЕ

Центральный банк Российской Федерации — это особый публично-правовой институт, обладающий исключительным правом денежной эмиссии и организации денежного обращения. Краткая по форме и всеобъемлющая по содержанию формула применима, с той или иной полнотой, к подавляющему большинству центральных банков планеты. Уникальность правового статуса, а также исключительные полномочия, закреплённые в Основном законе страны,

и законе № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»¹ необходимы для решения задач, возложенных на этот институт.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В современной правовой, научной и учебно-методической литературе статус и нормативные меры Банка России

¹ Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 № 86-ФЗ. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения 12.04.2024)

обсуждаются достаточно широко. Пункт 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации² гласит, что «защита и обеспечение устойчивости рубля — основная функция Центрального банка Российской Федерации, которую он осуществляет независимо от других органов государственной власти». Кажущаяся недвусмысленность юридической формулировки все же подразумевает различные экономические интерпретации. Научные структуры не всегда разделяют позицию Банка России по безапелляционности его решений. Много претензий от профессионального и научно-образовательного сообщества выдвигается к назначению ключевой ставки, выбору таргета денежно-кредитной политики.

В современной научной и учебной литературе тема автономности принятия решений Банком России вызывает профессиональные споры. Приводятся взаимно противоположенные точки зрения, аргументированно отстаиваются диаметрально противоположные взгляды. Так, например, академик С. Глазьев неоднократно высказывался об ошибочности подхода Банка России. Он считает, что, повышение процентных ставок контрпродуктивно с точки зрения долгосрочной экономической стабилизации, оно влечёт за собой снижение темпов развития экономики и в первую очередь — падение инвестиционной активности³. Вместе с тем, ряд ученых РАНХиГС, например, Г.А. Татоян, уделяя внимание роли ключевой ставки при таргетировании инфляции указывают, что этот механизм является достаточно инновационным и ЦБ РФ находится

в состоянии поиска его эффективного применения⁴.

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В процессе проведенного исследования и подготовки научной публикации авторами применялись следующие методы: математический и статистический анализы, критический и сравнительный подход к исследованию данных, суждению ведущих научных школ, обобщение и систематизация, а также графические способы визуализации полученных экономических показателей.

ДИСКУССИЯ

Как оценивать «устойчивость» национальной валюты? Исключительно по инфляции внутри страны или по стабильности обменного курса относительно корзины валют основных стран-торговых партнёров? На практике одно понятие неотделимо от другого — инфляция внутри страны всегда демонстрирует высокую корреляцию с динамикой курса национальной валюты. Закрытых экономик на практике нет: изменение цен на импортные потребительские товары, полуфабрикаты, наконец, инвестиционные товары (станки и оборудование) — всегда приводят к росту инфляции в экономике.

В этом контексте возникает необходимость искать новые подходы и методы для обеспечения стабильности финансовой системы и достижения стратегических целей Банка России. В российской науке и мировой практике значительное внимание уделяется гибриднему таргетированию, становящемуся всё более известным и привлекательным методом удержания «устойчивости» национальной валюты.

² Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993 с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020). URL: https://www.bing.com/search?q=Пункт+2+статья+75+Конституции+Российской+Федерации&cvid=022ffa945a7e4f3580461de609b6fcea&gs_lcrp=EgZjaHJv bWUyBggAEUyOTIIICAEQ6Qcy_FXSAQc4NDIqMGo0qAIAAsAIB&FORM=ANAB01&PC=U531 (дата обращения 12.04.2024).

³ https://tsargrad.tv/articles/sergej-glazev-o-sgovore-v-centrobanke-umenja-est-dokazatelstva_389098 (дата обращения 13.06.2024)

⁴ Татоян Г.А. Трансформация инфляционного таргетирования как актуального режима денежно-кредитной политики и взгляды на его результативность с учетом задействования институциональных факторов // Московский экономический журнал. 2023. Т. 8. № 7. URL: <https://qe.su/otraslevaya-i-regionalnaya-ekonomika/moskovskij-ekonomicheskij-zhurnal-7-2023/?print=print> (дата обращения 13.06.2024)

Начиная с 2013 года, Банк России получил дополнительные полномочия по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков. В качестве мегарегулятора, он создаёт условия для развития всех секторов финансового рынка и обеспечения стабильности финансовой системы в целом.

Целью денежно-кредитной политики Банк России установил достижение уровня инфляции в 4%⁵. Тем самым стратегией ЦБ РФ стало инфляционное таргетирование. Оно включает в себя изменение процентных ставок, регулирование денежного предложения, воздействие на финансовые рынки и резервные требования для банков. Центральный банк анализирует макроэкономические данные, экономические прогнозы и другие факторы, чтобы принять обоснованные решения и адаптировать свою политику в соответствии с текущей ситуацией.

В течение последнего десятилетия Банк России неоднократно применял инструменты денежно-кредитной политики с целью обеспечения финансовой стабильности в условиях кризиса. Это включало операции по предоставлению ликвидности банкам в качестве кредитора последней инстанции, снижение обязательных резервов для освобождения средств у кредитных организаций, контрциклический подход к обеспечению резервных операций, а также гибкий контроль над уровнем ключевой ставки.

Для обеспечения финансовой стабильности Банк России трижды резко повышал ключевую ставку в 2014, 2022, 2023 гг. Это содействовало укреплению склонности населения к сбережению в рублях и сдерживало отток средств из банковского сектора. Ранее по мере стабилизации ситуации Банк России по-

следовательно снижал ключевую ставку. Однако в 2024 году Банк России продолжает сохранять повышенную ставку в размере 16% для предотвращения резкого увеличения уровня инфляции, которая на сегодняшний день составляет 7.67% (в годовом исчислении, за последние 12 месяцев).

Несмотря на ряд преимуществ, инфляционное таргетирование в условиях внешних или структурных шоков, с трудом может выполнить своё основное предназначение и достижение цели инфляции может быть затруднено.

В своих докладах в 2023–2024 годах Эльвира Набиуллина неоднократно говорит об увеличении жёсткости денежно-кредитной политики. 26 апреля 2024 года на брифинге⁶ по итогам заседания совета директоров она аргументировала необходимость сохранения ключевой ставки на уровне 16% тем, что возможен и альтернативный сценарий, при котором рост спроса на товары и услуги будет по-прежнему значительно превышать возможности расширения производства. Сигналом о таком перегреве станут быстрое расширение потребительской активности и кредитования, усиление жёсткости рынка труда. Все это может повлиять на динамику инфляции и инфляционные ожидания, и в итоге, если процесс дезинфляции остановится, повышение ключевой ставки не исключается^{7,8}.

Однако, многие аналитики Центрального Банка неоднократно утверждают, что данная мера не является эффективной в рамках поставленных целей в достижении 4–4,5% уровня инфляции

⁵ Цели и принципы денежно-кредитной политики. URL: https://cbr.ru/dkr/objective_and_principles/ (дата обращения 12.04.2024).

⁶ 26 апреля в 15:00 состоится пресс-конференция по итогам заседания Совета директоров по денежно-кредитной политике. URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=18632> (дата обращения 13.04.2024).

⁷ Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в российских рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объём депозитов физических лиц. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/avgproctav/> (дата обращения 21.03.2024).

⁸ Набиуллина не исключила возврат к росту ключевой ставки — электронный ресурс // РБК. 2024. 26 апреля.

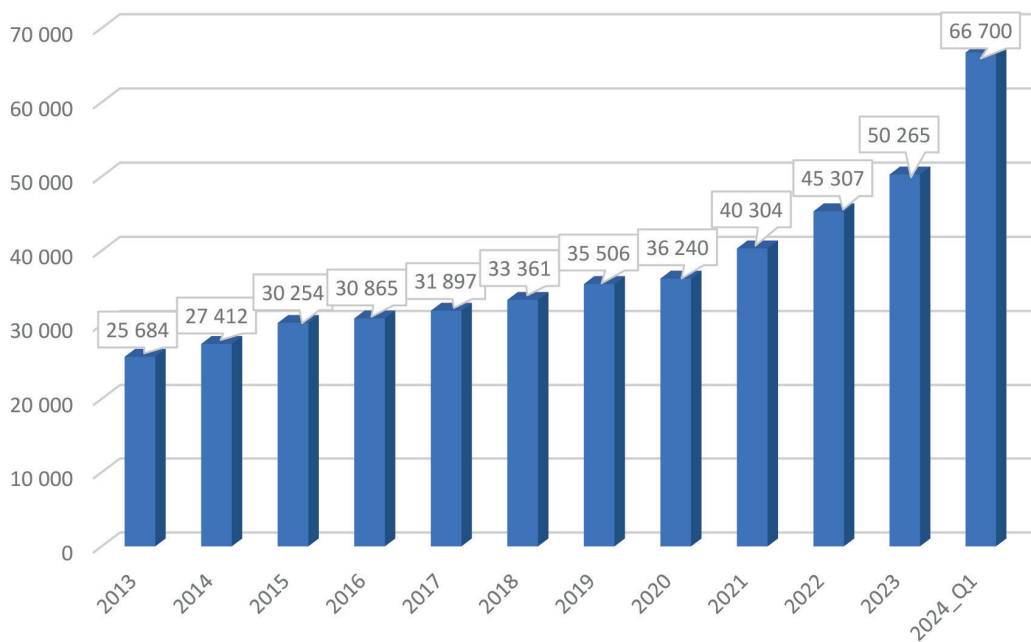


Рисунок 1. Показатели среднедушевых денежных доходов населения Российской Федерации с 2013 по 1 квартал 2024 года

Источник: данные Федеральной службы государственной статистики*

* URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/13397> (дата обращения 15.04.2024).

к концу 2024 года. Оперативные данные за январь-февраль показывают, что рост потребительского спроса и расходов продолжает опережать увеличение сбережений населения за счёт быстрого роста реальных заработных плат и доходов при нехватке рабочей силы в экономике. Это может привести к сохранению высокого уровня инфляции на некоторое время, и процесс дезинфляции может затянуться при прочих равных условиях⁹.

В случае сохранения высоких темпов роста цен в ближайшие месяцы годовая инфляция будет продолжать увеличиваться до середины года из-за эффекта базы. При этом ужесточение денежно-кредитной политики пока не полностью сказалось на уровне потребительского спроса. Индекс потребительских настро-

ений в феврале достиг исторического максимума, превысив 109 пунктов (109,3). Высокие риски проинфляционного воздействия сохраняются в связи с ростом трудовых доходов и чувствительными инфляционными ожиданиями к росту цен на продукты питания.

В связи с представленными данными следует, что стратегия инфляционного таргетирования в современной обстановке имеет незначительные шансы на успешную реализацию. Для достижения 4% уровня инфляции к концу 2024 года следует, на наш взгляд, рассмотреть возможность применения гибридного таргетирования.

Гибридное таргетирование инфляции представляет собой комплексный подход к монетарному регулированию, включающий в себя как традиционные, так и нестандартные меры. В его основе лежит стремление к достижению стабильности ценовых ожиданий, что способствует

⁹ Набиуллина назвала обратную сторону высоких зарплат — электронный ресурс // РИА Новости. 2024. 26 апреля. URL: <https://ria.ru/20240426/zarplaty-1942550222.html> (дата обращения 26.04.2024).

укреплению доверия к национальной валюте и финансовой системе в целом.

Исследование особенностей гибридного таргетирования в финансовой сфере предполагает использование валютного курса в качестве дополнительного инструмента монетарной политики, параллельно с управлением уровнем инфляции. Этот подход предполагает, что Центральный Банк проводит интервенции на валютном рынке для стабилизации курса валюты с целью уменьшения его волатильности. Однако, стоит отметить, что речь идёт не о жёстком фиксировании курса, а о контролируемом плавлении, при котором Центральный Банк смягчает колебания курса, вызванные нефундаментальными факторами. Примером успешной реализации такой политики может служить Чехия, которая с 2015 года сочетала стратегию инфляционного таргетирования с устойчивым валютным курсом.

Основные причины целесообразности управления курсом в национальных валютах: колебания курса могут спровоцировать увеличение инфляции и инфляционных ожиданий; резкие изменения курса могут привести к финансовой нестабильности из-за активов, номинированных в иностранной валюте, и в некоторых случаях курс может быть единственным доступным инструментом на недостаточно развитом денежном рынке, где эффективность механизма процентной ставки низка.

В одном из совместных исследований Ф. Картаева и И. Луновой¹⁰, которое сравнивало 2 модели таргетирования, было выявлено, что фокусировка исключительно на этой цели может быть менее эффективной стратегией, чем учёт дополнительных факторов, таких как изменения валютного курса. Исследования в области инфляционного таргетирова-

ния подтверждают, что воздействие колебаний курса валюты на инфляционные ожидания может иметь асимметричный характер, что в свою очередь влияет на достижение целевого уровня инфляции. Таким образом, смягчение волатильности валютного курса, не связанной с фундаментальными изменениями, может быть полезным для обеспечения стабильности инфляционных ожиданий и достижения поставленных целей.

Построим эконометрическую модель на основе данных Центрального Банка с 2021 по 1 квартал 2024 года, где CI — валютные интервенции, млн долл. США, а $Curs$ — курс рубля по отношению к доллару США. Согласно данным, мы видим прямую зависимость динамики курса рубля от валютных интервенций Центрального банка.

Как мы можем заметить, в те промежутки, когда применялись валютные интервенции, курс рубля оставался относительно стабильным. Однако, стоит отметить, что хоть данный метод является действенным, в долгосрочной перспективе он может быть невыполним в силу внешнеполитических обстоятельств.

В рамках гибридного таргетирования стоит рассмотреть вариант увеличения предоставления государственной поддержки малому и среднему бизнесу. В условиях современной экономической реальности, характеризующейся высокой степенью неопределённости и волатильности, она приобретает особую актуальность. Малые и средние предприятия (МСП) играют ключевую роль в обеспечении устойчивого экономического роста, создании новых рабочих мест и стимулировании инноваций.

Увеличение предоставления государственной поддержки МСП в рамках возможного гибридного таргетирования в 2024–2025 гг. обусловлено рядом факторов. Во-первых, это необходимость обеспечения финансовой устойчивости и доступа к кредитным ресурсам для

¹⁰ Картаев Ф., Лунова И. Взболтать, но не смешивать: Сравнение эффективности чистого и смешанного инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. 2018. № 3. С. 65–75.

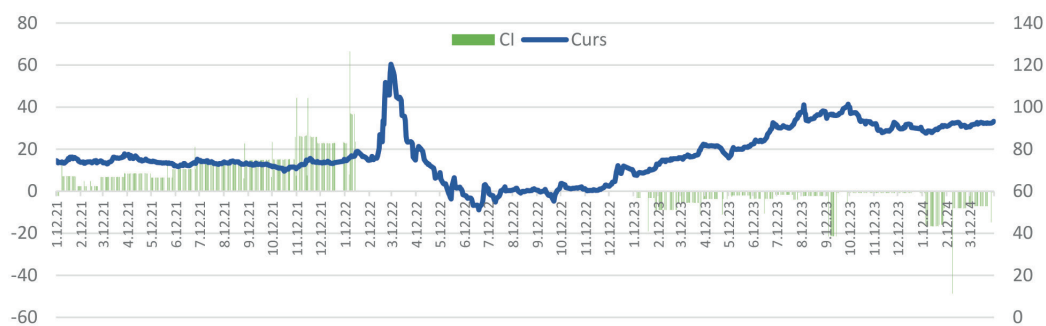


Рисунок 2. Зависимость курса рубля от валютных интервенций (CI — валютные интервенции, млн долл. США, Curs — курс рубля по отношению к доллару США)

Источник: данные Центрального банка*

* URL: <https://www.cbr.ru/archive/db/valint/> (дата обращения 10.05.2024).

субъектов МСП, которые зачастую сталкиваются с трудностями в привлечении внешнего финансирования. Расширение программ льготного кредитования, субсидирования процентных ставок и предоставления государственных гарантий позволит снизить финансовую нагрузку на предприятия и создаст условия для их дальнейшего развития¹¹.

Во-вторых, важным фактором является стимулирование инновационной активности МСП, которые играют ключевую роль в коммерциализации научных разработок и внедрении передовых технологий. Увеличение финансирования исследований и разработок, создание благоприятной нормативно-правовой среды и формирование инфраструктуры поддержки инноваций будут способствовать повышению конкурентоспособности отечественных предприятий на внутреннем и внешних рынках¹².

В Российской Федерации реализуется комплексная система мер государствен-

ной поддержки малого и среднего предпринимательства¹³.

Развитие стратегии Банка России в направлении гибридного таргетирования представляется весьма перспективным и своевременным курсом в современных реалиях российской экономики. Традиционный подход, ориентированный исключительно на таргетирование инфляции, хотя и сыграл свою положительную роль в обеспечении ценовой стабильности, но в условиях высокой волатильности внешних факторов и структурных дисбалансов внутренней экономики оказывается недостаточно эффективным.

Гибридная стратегия денежно-кредитной политики предполагает одновременный учёт динамики не только инфляционных процессов, но и ряда других ключевых макроэкономических показателей, таких как валютный курс, темпы экономического роста, уровень занятости и кредитной активности. Такой комплексный подход позволит Банку России более оперативно и адресно реагировать на изменения экономической

¹¹ Господдержка МСП сокращается в 2024 году: как выжить бизнесу. URL: <https://bizmall.ru/blog/proektu/gospodderzhka-msp-sokrashchetsya-v-2024-godu-kak-vyzhit-biznesu/> (дата обращения 30.03.2024).

¹² Совмещённая программа льготного кредитования субъектов МСП на инвестиции // Министерство экономического развития Российской Федерации. URL: <https://invest.economy.gov.ru/sovmeshchennaya-programma-lgotnogo-kreditovaniya-subektov-msp-na-investitsii-programma-1764-psk-> (дата обращения 21.03.2024).

¹³ Малое и среднее предпринимательство — электронный ресурс. URL: <http://government.ru/rugovclassifier/20/events/> (дата обращения 15.05.2024).

конъюнктуры, своевременно корректируя сами инструменты регулирования.

В рамках гибридной стратегии предполагается использование таких мер, как валютные интервенции для стабилизации курса рубля и увеличение льготного кредитования для субъектов малого и среднего предпринимательства. Данные меры, на первый взгляд, могут показаться разнонаправленными, однако они органично дополняют друг друга в достижении конечных целей — снижения уровня инфляции и повышения темпов экономического роста.

Валютные интервенции, направленные на поддержание стабильности национальной валюты, позволят сгладить резкие колебания курса рубля, которые, согласно представленному исследованию, приводят к ускорению инфляционных процессов из-за высокой импортной составляющей в потребительской корзине россиян. Тем самым, Банк России сможет более эффективно контролировать динамику цен, не допуская их чрезмерного разгона.

Параллельно с этим, расширение программ льготного кредитования малого и среднего бизнеса будет способствовать

оживлению деловой активности, росту инвестиций и созданию новых рабочих мест. Это, в свою очередь, окажет благоприятное влияние на динамику ВВП, повышая совокупный спрос и стимулируя экономический рост. Кроме того, увеличение кредитования реального сектора экономики позволит снизить зависимость от импортных товаров, что также будет оказывать сдерживающее воздействие на инфляцию.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, гибридное таргетирование, сочетающее традиционные инструменты денежно-кредитной политики с валютными интервенциями и мерами по стимулированию кредитования, представляется эффективным и сбалансированным подходом для достижения основных целей Банка России — обеспечения ценовой и финансовой стабильности в стране. Своевременный и продуманный переход к данной стратегии позволит существенно повысить управляемость макроэкономическими процессами, обеспечив устойчивый экономический рост национальной экономики при низкой инфляции.

Список литературы

1. Вудфорд М. Таргетирование инфляции: совершенствовать, а не списывать в утиль / М. Вудфорд // Вопросы экономики. 2014. № 10. С. 44–55.
2. Картаев Ф. Взболтать, но не смешивать: Сравнение эффективности чистого и смешанного инфляционного таргетирования / Ф. Картаев, И. Лунева // Деньги и кредит. 2018. № 3. С. 65–75.
3. Картаев Ф. Современная монетарная политика: в какую сторону таргетировать / Ф. Картаев // ЭКОНС. 2021. 04 марта.
4. Козырь Н.С. Инфляционное таргетирование в Российской Федерации: предпосылки применения и перспективы стабилизации экономики / Н.С. Козырь, З.Н. Абреч // Финансы и кредит. 2016. № 7 (679). С. 51–62.
5. Красильников А.А. Влияние денежно-кредитной политики государства на макроэкономическую нестабильность / А.А. Красильников // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. 2015. № 3 (57). С. 13–18.
6. Медведев И.Д. Сравнение эффективности режимов чистого и гибридного инфляционного таргетирования с точки зрения контроля над инфляцией / И.Д. Медведев // ИМП РАН. 2023. 29 марта.
7. Оптимальные инструментальные правила ДКП для экономики с высокой зависимостью от экспорта ресурсов в условиях наличия ZLB: серия докладов об экономических исследованиях. № 81 / М. Андреев, А. Полбин. Центральный банк Российской Федерации, 2022. 37 с.

8. Сергей Глазьев «У меня есть доказательства!». URL: https://tsargrad.tv/articles/sergej-glazev-o-sgovore-v-centrobanke-u-menja-est-dokazatelstva_389098 (дата обращения 13.06.2024).
9. Скотт Р. Таргетированию инфляции исполняется 20 лет / Р. Скотт // Финансы и развитие. 2010. Март. С. 46–49. URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/Roger.pdf> (дата обращения 18.04.2024).
10. Татоян Г.А. Трансформация инфляционного таргетирования как актуального режима денежно-кредитной политики и взгляды на его результативность с учетом задействования институциональных факторов / Татоян Г.А. // Московский экономический журнал. 2023. Т. 8. № 7.
11. Цоколаева З.Н. О некоторых аспектах оптимизации денежно-кредитной политики / З.Н. Цоколаева, Д.Н. Шульц // Экономическое развитие России. 2022. Т. 29. № 3. С. 9–21.
12. Шевчук И.В. О теоретических подходах к модификации курсовой политики / И.В. Шевчук // Деньги и кредит. 2011. № 7. С. 54–64.
13. Divino, J.A. Optimal monetary policy for a small open economy / J.A. Divino // Economic Modelling. 2009. Vol. 26. Iss. 2. P. 352–358.
14. Kevin, X.D. Inflation targeting: What inflation rate to target? / X.D. Kevin, Z.L. Huang // Journal of Monetary Economics, Elsevier. Vol. 52. Iss. 8. P. 1435–1462.

Evolution of the strategy of the Bank of Russia: the possibilities of hybrid targeting

Andrey Alexandrovich Bondarenko

Candidate of Economic Sciences,
Docent at Department of Finance and Credit
Russian Foreign Trade Academy

Angelina Dmitrievna Maslovskaya

3rd year student Faculty of International Economists,
Russian Foreign Trade Academy

Annotation. The article reveals the reasons for the special public legal status of central banks, as well as the main tasks facing them. Special attention is paid to the role of central banks in ensuring the stability of the national currency, which is usually achieved through inflation or hybrid targeting. A detailed analysis and comparative study of both strategies is presented using the example of the Russian economy, which made it possible to identify the advantages and disadvantages of each of them. The article substantiates the need to move from the current inflation targeting to a hybrid strategy, emphasizing its potential effectiveness in conditions of economic instability. The conclusions of the article are supported by empirical data and analytical models, which makes it a significant contribution to the discussion on improving monetary policy in modern conditions. This article uses the official reports of the Central Bank of the Russian Federation, the works of F. Kartava and I. Luneva, as well as the official statistics of the Federal State Statistics Service.

Keywords: Central Bank, Monetary Policy, Inflation Targeting, Hybrid Targeting.