

## ДИСКУССИОННАЯ ПЛОЩАДКА

УДК 336.7

DOI: 10.17223/19988648/45/20

**А.В. Корнющенко, Т.Г. Ильина**

### **АНАЛИЗ И НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ АНТИИНФЛЯЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РФ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ**

*В статье представлены основные моменты исследования практического применения существующих подходов и механизма регулирования инфляции в рамках современной денежно-кредитной политики Банка России, проведен анализ полученных результатов по итогам первых лет реализации политики инфляционного таргетирования, выявлены пути модернизации антиинфляционной политики ЦБ РФ в рамках денежно-кредитной политики, в частности касательно пересмотра мандата Банка России, корректировки целей денежно-кредитной политики, увеличения значения роли инфляционных ожиданий в экономическом прогнозировании и в практической реализации антиинфляционной политики.*

*Ключевые слова: инфляция, инфляционное таргетирование, Центральный банк, денежно-кредитная политика, антиинфляционная политика, инфляционные ожидания.*

#### **Введение**

Таргетирование инфляции, являясь относительно новым, недостаточно изученным режимом денежно-кредитной политики (ДКП), в настоящее время широко используется монетарными властями различных государств мира, в том числе России (с января 2015 г.). В ходе реализации данного режима денежно-кредитной политики обозначились проблемы и противоречия, прежде всего между целями по снижению инфляции и поддержкой роста ВВП, что требует разработки и введения новых подходов в этой области. Поэтому авторами был проведен анализ практического применения существующих подходов (инструментов и методов) в рамках современной денежно-кредитной политики Банка России, рассмотрены результаты, полученные по итогам первых лет реализации политики инфляционного таргетирования, благодаря чему выявлены основные пути модернизации денежно-кредитной политики, в частности, необходимость пересмотра мандата Банка России, корректировка целей ДКП, увеличение значения роли инфляционных ожиданий в экономическом прогнозировании и практической реализации антиинфляционной политики.

## Организационно-правовые основы современной антиинфляционной политики Российского государства

С 2013 г. защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности законодательно определено в качестве основной цели денежно-кредитной политики Банка России (ст. 34.1, ФЗ № 86). Для достижения данной цели Банк России взял курс на переход к режиму таргетирования инфляции к 2015 г. [1]. С 2016 г., по мере приближения фактической инфляции к целевому уровню, Банк России стал придавать показателю инфляционных ожиданий преобладающее значение, определяя его как неявную цель своей денежно-кредитной политики.

Денежно-кредитная политика Банка России осуществляется в рамках единой государственной социально-экономической политики. В настоящее время основные направления государственной политики (в том числе и экономической) определяются следующими документами:

1. Федеральный конституционный закон «О Правительстве Российской Федерации» от 17.12.1997 г. № 2-ФКЗ.

2. Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года (утв. решением Правительства РФ № 1662-р от 17.11.2008 г.).

3. Указы Президента Российской Федерации № 596-606 от 07.05.2012 г. (так называемые майские указы).

4. Основные направления деятельности Правительства Российской Федерации на период до 2018 года (утв. Правительством РФ 14 мая 2015 г.).

В ходе анализа базовых нормативных документов выявлено, что в качестве основной цели экономической политики Российского государства определен показатель ВВП на душу населения: 30 тыс. долл. США в 2020 г. [2]. Принципиально важно, что именно «высокие стандарты благосостояния человека» обозначены в числе экономических приоритетов государства, в число стандартов включен показатель ВВП как «обобщающий показатель качества жизни». При этом характеризуя планируемое «взаимодействие государства, частного бизнеса и общества», в качестве принципов, соблюдение которых необходимо для перехода к «инновационному социально ориентированному развитию», указывается поддержание макроэкономической стабильности и предсказуемости изменения основных макроэкономических параметров, последовательное снижение уровня инфляции. Из данной структуры документа четко видно, что инфляция отнесена к целям второго уровня (к задачам). Данное замечание является особенно важным для понимания необходимости корректировки мандата Банка России при достижении цели по инфляции.

### Методика и инструментарий антиинфляционного регулирования Центрального банка России на современном этапе

Последовательная модернизация операционного механизма денежно-кредитной политики Центрального банка РФ в течение 2012–2014 гг. сде-

лала возможным переход к новой модели денежно-кредитной политики – инфляционному таргетированию. Приведем определение этого режима ДКП, сформулированное ЦБ РФ [3]:

– главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности;

– в рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен Центральный банк;

– воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки;

– решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции;

– важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения обществу принимаемых Центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость Центрального банка.

Необходимо обратить внимание на то, что в данном определении инфляционные ожидания не вошли в перечень оснований для принятия решений по процентным ставкам, однако роль инфляционных ожиданий при реализации режима инфляционного таргетирования была определена непосредственно при его введении и затем постоянно усиливалась.

Охарактеризуем операционный механизм данного режима ДКП:

1. Центральный банк обеспечивает установление процентных ставок денежного рынка на определенном уровне за счет манипулирования ключевой ставкой. Основным каналом влияния на экономику определены процентные ставки, по которым осуществляется межбанковское кредитование. Центральный банк РФ проводит операции рефинансирования коммерческих банков (в основном под залог облигаций). В связи с небольшими объемами внутренних заимствований существует расширенный список бумаг (Ломбардный список), принимаемый в обеспечение, в него входят корпоративные и ипотечные облигации. Управляя объемами рефинансирования, Центральный банк обеспечивает нахождение номинального значения процентных ставок в нужном диапазоне. Для этого лимиты операций коррелируются в соответствии с заявками на предоставление и размещение ликвидности со стороны коммерческих банков. Основной вид рефинансирования – операции недельного РЕПО (проводятся по ключевой ставке, устанавливаемой по итогам специальных заседаний Совета директоров ЦБ). Кредитные и депозитные операции со стороны ЦБ проводятся ежедневно, позволяя удерживать ставки денежного рынка ниже значения ключевой ставки плюс 1%.

2. Значение ключевой ставки устанавливается таким образом, чтобы инфляция в среднесрочной перспективе (горизонт 12–18 месяцев) вышла на целевые значения. Наличие временного лага связано с тем, что Центральный банк не может влиять на инфляцию напрямую. Подразумевается, что ЦБ воздействует на ставки денежного рынка, ставки денежного рынка

вливают на кредитные и депозитные ставки, которыми оперируют коммерческие банки, и влияют на валютный курс. Исходя из уровня ставок заимствования и сбережения, а также курса национальной валюты, экономические агенты принимают решения о сбережении, потреблении и ценообразовании (если они являются производителями).

В Основных направлениях единой государственной ДКП на 2014–2016 гг. [4] были определены главные параметры денежно-кредитной политики на предстоящий среднесрочный период, позднее, при разработке ДКП на 2015–2017 гг. [5], некоторые положения были дополнительно разъяснены и расширены. Начиная с этого периода Банк России проводит денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции, основанного на управлении внутренним спросом.

Перечислим основные положения, определяющие данный режим денежно-кредитной политики:

1. Целью денежно-кредитной политики Банка России определено «обеспечение ценовой стабильности, что подразумевает достижение и поддержание стабильно низких темпов роста потребительских цен и является одним из важнейших условий формирования сбалансированного и устойчивого экономического роста». Позднее (в 2014 г.), было уточнено, что «ценовая стабильность необходима для повышения и сохранения на высоком уровне благосостояния российских граждан, что является конечной целью государственной экономической политики.

2. Таргетирование инфляции обозначено в качестве режима ДКП.

3. Указана предполагаемая дата перехода – 2015 г. (1 января), позднее, в 2014 г., дата была подтверждена.

4. Объявление количественной цели по инфляции является неотъемлемой характеристикой нового режима ДКП.

5. Количественная цель по инфляции (целевое значение, таргет) определена в виде индекса потребительских цен (ИПЦ), измеренного за месяц по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года. Вид показателя – фиксированное значение с точностью до одной десятой процента. Данный показатель характеризует изменение стоимости набора товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством, и позволяет оценить масштаб воздействия роста цен на благосостояние населения. В 2013 г. были определены следующие целевые значения изменения потребительских цен [4]:

2014 г. – 5,0%;

2015 г. – 4,5%;

2016 г. – 4,0%.

Год спустя (после декабрьского обвала курса рубля и скачка инфляции, связанного с внешнеэкономической ситуацией) горизонт достижения целевого уровня инфляции был расширен с 2016 г. до конца 2017 г. Начиная с этого периода (2015 г.) таргет по инфляции оставался неизменным как по значению, так и по сроку достижения, промежуточные цели не устанавливались. В дальнейшем таргет будет устанавливаться на среднесрочную перспективу (2–3 года).

Придерживаясь принципа максимально широкого разъяснения проводимой денежно-кредитной политики, Банк России поясняет свой выбор индекса потребительских цен (используются данные Росстата) в качестве целевого индикатора: «...хотя базовый индекс потребительских цен менее волатилен и в большей степени поддается воздействию мер денежно-кредитной политики, общий индекс лучше характеризует изменение стоимости жизни и его динамика влияет на формирование инфляционных ожиданий субъектов экономики».

6. В качестве основного инструмента достижения цели по инфляции определена процентная ставка по краткосрочным операциям Банка России в связи с тем, что данные ставки «напрямую воздействуют на формирование стоимости средств на денежном рынке (наиболее краткосрочном сегменте финансового рынка), что, в свою очередь, влияет на средне- и долгосрочные процентные ставки. Уровень процентных ставок является одним из факторов, определяющих экономические решения домашних хозяйств и фирм (в том числе о потреблении, сбережении, инвестировании), и в конечном итоге влияющих на динамику инфляции».

7. Для исключения конфликта целей денежно-кредитной политики Банк России объявляет о переходе к режиму плавающего валютного курса до конца 2014 г.

8. Подчеркивается важность ожиданий экономических агентов по поводу изменения инфляции. Банк России продолжит проводить активную информационную политику, «включая регулярное разъяснение широкой общественности целей деятельности Банка России, содержания принимаемых им мер и их результатов», подразумевается, что это усилит воздействие монетарных властей на ожидания экономических агентов. Банк России заявляет о «необходимости высокого уровня доверия к политике центрального банка». В качестве необходимого фактора для доверия обозначено разъяснение широкой общественности видения текущей экономической ситуации, экономических прогнозов, принятых решений в области ДКП и ожидаемых результатов, а также необходимо достижение поставленных целей.

9. Обозначена необходимость координации деятельности Банка России и Правительства Российской Федерации. «Последовательное проведение бюджетной политики, направленной на обеспечение долгосрочной сбалансированности и устойчивости бюджетной системы, вносит позитивный вклад в поддержание финансовой и общей макроэкономической стабильности» и является важным для успешной реализации государственной макроэкономической политики.

10. Контроль над инфляцией не только способствует снижению темпов роста потребительских цен, но и оказывает благоприятное воздействие на экономический рост. Обеспечивая низкие и стабильные темпы роста потребительских цен в рамках режима таргетирования инфляции, Банк России способствует развитию рынка долгосрочных заемных средств и создает более благоприятную среду для принятия инвестиционных решений, что также создает условия для устойчивого роста российской экономики.

Таким образом, в течение года, с сентября 2014 г., были определены основные элементы нового для российской экономики режима таргетирования инфляции.

В целях повышения прозрачности проводимой денежно-кредитной политики, повышения эффективности ее сигналов для экономических агентов деятельность ЦБ РФ строго регламентирована. Решение об изменении (сохранении) ключевой ставки Центральный банк Российской Федерации принимает в ходе заседаний Совета директоров банка. Также на заседаниях принимаются решения по другим инструментам денежно-кредитной политики (изменении условий, объемов предоставления ликвидности и т.д.).

График заседаний по данным вопросам публикуется на сайте Центрального банка заблаговременно. С 2016 г. график заседаний публикуется не отдельным документом, а в виде приложения к «Основным направлениям единой денежно-кредитной политики». Стандартное (плановое) количество заседаний – 8 в течение календарного года. Опорные заседания (так называются заседания, проводимые в последнем месяце каждого квартала) сопровождаются публикацией «Доклада о денежно-кредитной политике» и пресс-конференцией председателя Центрального банка Российской Федерации. В экстренных случаях, в ситуациях повышенной турбулентности в экономике, когда требуется срочное изменение учетной ставки, может проводиться внеочередное заседание Совета директоров банка. Так, например, в 2014 г. было проведено 2 внеплановых заседания (3 марта и 15 декабря).

ЦБ РФ на постоянной основе информирует о своей политике парламент и правительство, с помощью собственных электронных ресурсов и других средств массовой информации широко разъясняет содержание политики населению. Участники рынка тщательно анализируют информацию (физические лица и предприятия), принимают к сведению не только новое значение операционной переменной (в случае его изменения), но также обращают внимание на комментарии (обоснования принятия решений) и заявляемые планы по дальнейшим корректировкам денежно-кредитной политики (предполагаемые сроки и величину корректировки). В некоторых ситуациях, не имея достаточных оснований для изменения операционной переменной, Центробанк ограничивается анализом ситуации (особое внимание уделяя потенциальным рискам в ближайшем будущем) и освещением последующих шагов, вариантов изменения учетной ставки с описанием обстоятельств, от наличия которых зависит выбор направления денежно-кредитной политики (ее смягчение или ужесточение). В таких случаях аналитики говорят, что регулятор произвел «словесные интервенции».

На сайте Центрального банка говорится о том, что «влияние денежно-кредитной политики на экономику распределено во времени, для его полной реализации требуется относительно длительный период». По поводу механизмов принятия решения поясняется: «Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике на основе прогноза развития экономики и оценки рисков для достижения цели по инфляции на среднесроч-

ном временном горизонте, а также учитывает возможные риски для экономического роста и финансовой стабильности».

В качестве итогов рассмотрения политики Банка России на современном этапе необходимо указать, что денежная-кредитная политика Центрального банка является частью единой финансовой и экономической политики. Снижение показателя инфляции становится приоритетным, необходимым условием для достижения целевого показателя по росту ВВП, который является основной целью экономической политики Российского государства. Задача поддержания ценовой стабильности в экономике всегда входила в перечень задач Центрального банка Российской Федерации. При переходе к режиму таргетирования инфляции (в 2015 г.) данная задача была определена в качестве основной и конкретизирована, при этом задачи по управлению валютным курсом и стимулирование ВВП также остались в зоне внимания Центрального банка, но на втором плане.

Таким образом, в рамках реализации режима таргетирования инфляции Центральным банком России выбран вид индекса инфляции, определено целевое значение показателя по инфляции и срок достижения показателя, указана задача по сохранению значения инфляции в дальнейшем, введено понятие ключевой ставки, скорректирован инструментарий, применяемый Центральным банком для управления ликвидностью. Принципиально повысилась значимость учета инфляционных ожиданий участников рынка в экономическом анализе и прогнозировании, осуществляемых мегарегулятором. Регулярное разъяснение широкой общественности целей деятельности Банка России, содержания принимаемых им мер и их результатов стало повседневной практикой российских монетарных властей.

### **Итоги политики инфляционного таргетирования ЦБ России**

Оценка итогов деятельности Банка России в рассматриваемый период (январь 2015 г. – июнь 2017 г.) в области денежно-кредитной политики при реализации режима инфляционного таргетирования произведена нами на основе ретроспективного анализа. Данный методологический подход предполагает концентрацию внимания на анализе инфляционного таргетирования в рамках ДКП за прошедший период (на основе изучения нормативных документов и публикаций ЦБР). Однако при этом элементы ДКП не анализируются комплексно, ДКП не рассматривается как система. Несмотря на это, подход имеет преимущества и позволяет:

- исследовать накопленный опыт ЦБ за определенный период, что повышает объективность результатов анализа;
- детализировать причины дисбаланса в экономике;
- детализировать факторы, влияющие на ДКП данного ЦБ;
- определить и обосновать преимущества и недостатки ДКП и ЦБ за исследуемый период;
- определить проблемы и тенденции совершенствования ДКП ЦБ [6].

В рамках данного подхода мы использовали методику, предполагающую:

- определение соответствия выбранного варианта реализации общим критериям результативности денежно-кредитной политики;
- оценку степени достижения поставленных целей (количественных значений таргетов) в установленный срок.

Итоги денежно-кредитной политики, определяемые на первом этапе оценки, подразумевают соответствие определенным критериям, к которым относятся:

- а) гибкость и оперативность (возможность маневра, изменения степени и направления воздействия с целью получения заданного результата в процессе применения выбранного инструментария);
- б) обратимость (возможность совершения действий, корректирующих, отменяющих ранее осуществленные действия);
- в) полнота соответствия полученного результата изначально поставленной цели (все ли показатели удалось достигнуть).

Для оценки достижения поставленных целей (согласно второму разделу анализа) приведем фактические данные по инфляции в рассматриваемый период (рис. 1).

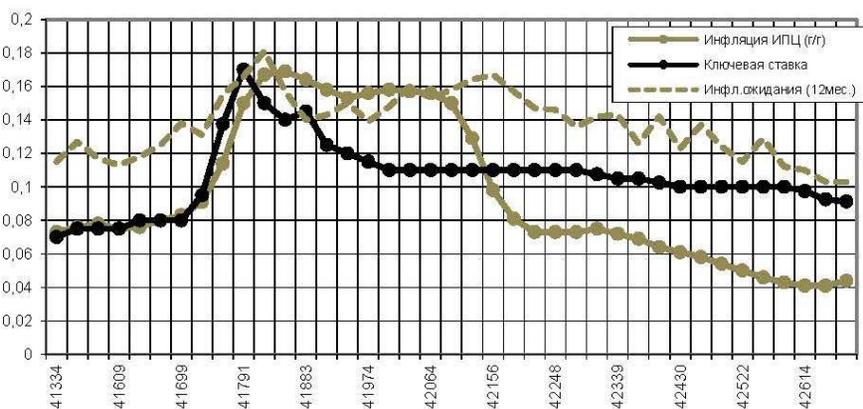


Рис. 1. Динамика ИПЦ, инфляционных ожиданий и ключевой ставки Банка России (составлено авторами по данным с сайта cbr.ru)

Выбрав данный режим денежно-кредитной политики в конце 2014 г., Центральный банк поставил следующую цель: снизить инфляцию в годовом выражении до 4% до конца 2017 г. и удерживать ее в дальнейшем.

Хотя Банк России не определил промежуточные значения якоря по инфляции, подразумевалось, что от исходного уровня (11,4% по итогам 2014 г.) инфляция будет постепенно снижаться к целевому значению. В качестве основного инструмента использовалась ключевая ставка Банка России, введенная в 2013 г. Уже в декабре 2014 г. события стали развиваться в более негативном ключе, чем предполагал стрессовый сценарий, рассмотренный Банком России в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. Резкое, почти двукратное падение

цен на нефть (ниже 50 долларов США за баррель) при низкой степени диверсификации российского экспорта, необходимость погашения значительных объемов внешнего долга в условиях действия финансовых санкций привели к ослаблению рубля, повышению его волатильности и росту инфляционных и девальвационных ожиданий. В этих условиях важно было предотвратить неконтролируемый скачок инфляции, которая вышла на двузначные уровни. Повышение Банком России ключевой ставки до 17,00% годовых в декабре 2014 г., комплекс мер по поддержанию финансовой стабильности наряду с увеличением продажи валютной выручки крупнейшими российскими компаниями-экспортерами позволили стабилизировать ожидания, ограничить инфляционные риски и нормализовать ситуацию в банковском секторе и на финансовом рынке.

В 2015 г. баланс рисков сместился в сторону более значительного охлаждения экономики. Неблагоприятная внешнеэкономическая конъюнктура, повышение неопределенности, ухудшение настроений населения и бизнеса наряду с ужесточением денежно-кредитных условий привели к существенному падению как потребления, так и инвестиций. В то же время в условиях снижения внутреннего спроса уже весной 2015 г. началось прогнозируемое замедление инфляции по мере завершения подстройки цен к произошедшему ослаблению рубля и продуктовому эмбарго. С учетом этого в 2015 г. Банк России снизил ключевую ставку, и на начало ноября она составила 11,00% годовых.

Мероприятия, проводимые Банком России в течение 2016 г. и первой половине 2017 г., позволили выйти на целевые показатели по инфляции даже в отсутствие положительной международной конъюнктуры (сохранение низких цен на углеводороды) и при продлении антироссийских санкций со стороны стран Запада.

**Характеристики режима таргетирования инфляции Банка России  
в период с января 2015 г. по первую половину 2017 г.**

Критерий/целевое значение	Оценка соответствия/достижения
1.1. Гибкость и оперативность	Соответствует
1.2. Обратимость	Соответствует
1.3. Соответствие результату	Соответствует
2. Снизить ИПЦ до 4,0% в 2017 г.	Целевое значение достижимо на конец года (фактическое значение 4,1–4,4% во 2 м кв. 2017 г.)

По итогам применения вышеописанной методики антиинфляционную политику Банка России можно определить как результативную (таблица). Но при осуществлении инфляционного таргетирования Банк России учитывает необходимость повышения национального ВВП опосредованно, так как не несет ответственности по значению данного показателя, цель по инфляции является первичной. На рис. 2 приведено соотношение показателей ключевой ставки (как основного инструмента инфляционного таргетирования) и ВВП для российской экономики в рассматриваемый период.

Видно, что для выхода экономики на устойчивый рост требуется дополнительное значительное снижение ключевой ставки.

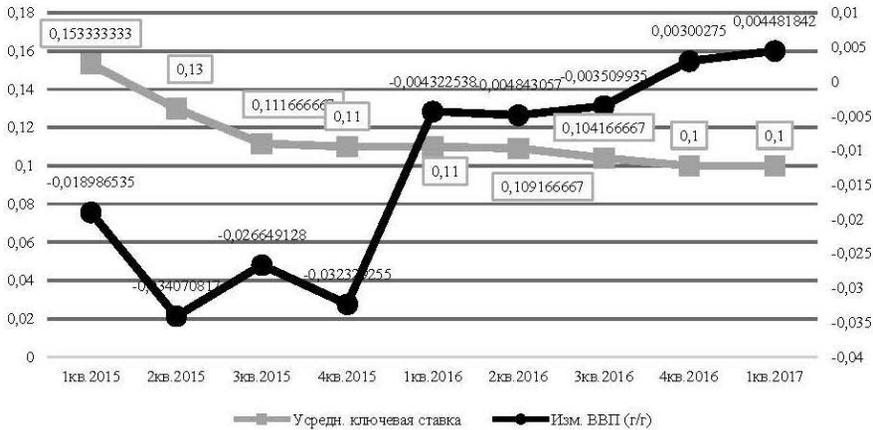


Рис. 2. Соотношение значений ВВП и ключевой ставки 2015–2017 гг.

Одним из аргументов сдержанности в смягчении монетарной политики и снижении ключевой ставки Банк России называет низкий спрос на ликвидность со стороны коммерческих банков. Но, постоянно проводя мониторинг рынка в процессе применения инструментов предоставления/абсорбции ликвидности, Банк России обнаружил, что динамика повышения объема спроса на размещение средств со стороны коммерческих банков стала превышать динамику на увеличение объема запросов на предоставление ликвидности, что позволило регулятору сделать вывод о сдержанной кредитной политике коммерческих банков. Вопрос с дефицитом ликвидности в 2017 г. ушел с повестки дня (рис. 2), показатель ликвидности принял отрицательное значение.

Причины данного явления кроются в структурной неравномерности развития отраслей экономики и сниженной активности коммерческих банков в области кредитования реального сектора экономики (за исключением, может быть, крупных предприятий с государственным участием). Это говорит о недостаточной эффективности механизмов, регулирующих и стимулирующих кредитную активность коммерческих банков, а также об отсутствии инструментов мониторинга и оценки неравномерности развития реального сектора экономики с точки зрения готовности (или неготовности) отраслей к активному развитию и модернизации за счет кредитования.

Вторым аргументом поддержания высокой процентной ставки, выдвигаемым ЦБР, является «стимулирование сбережений домашних хозяйств, их защиту от инфляционного обесценения и создание условий для трансформации сбережений в инвестиции, что является важной составляющей новой модели роста экономики. Для решения этих задач необходимо сохранить умеренно жесткую денежно-кредитную политику, обеспечиваю-

щую положительный уровень реальных процентных ставок». Наличие внутреннего источника инвестиций в виде сбережений населения остается актуальным также в связи с невозможностью фондирования из большинства зарубежных источников. Вариант отмены санкционных ограничений в этой сфере в прогнозах Банка России на среднесрочный период не рассматривается.

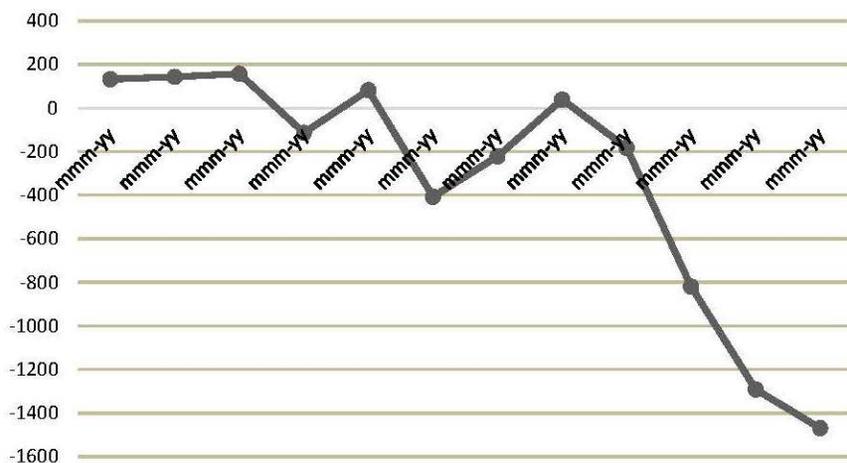


Рис. 3. Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора, млрд руб. (источник данных [http://www.cbr.ru/hd\\_base/liquidity/](http://www.cbr.ru/hd_base/liquidity/))

По мере снижения уровня инфляции до 6% (осень 2016 г.) Банк России при обосновании уровня учетной ставки начинал заявлять о «необходимости формирования номинальных процентных ставок на уровне, обеспечивающем положительные реальные ставки процента». Положительное значение реальной ставки (т.е. номинальной ставки, уменьшенной на значение инфляции) делает банковские депозиты и иные рублевые сберегательные продукты привлекательными для населения, защищая их от инфляционного обесценения и поддерживая склонность к сбережениям.

Для дополнительного разъяснения позиции Банка России по данному вопросу в Основных направлениях ЕГ ДКП на 2017–2019 гг. было подготовлено специальное приложение «Подходы к оценке реальных процентных ставок и инфляционных ожиданий». В данном документе уточняется, что при расчете реальной ставки более правильно использовать не текущую инфляцию, а инфляционные ожидания (которые в России традиционно завышены). «Более оправданной является корректировка номинальных процентных ставок на инфляционные ожидания населения, которые можно получить в результате опроса»

Резюмируя вышесказанное, можно утверждать, что при формализации ДКП на 2017 г. Банк России неявно вводит новую операционную цель – реальную ставку. Целевое значение данного параметра («равновесный

уровень») оценивается в 2,5–3%, а в переходный период, для снижения инфляционных ожиданий, значение должно быть еще выше [7].

Но в то же время сформировавшаяся к осени 2016 г. структура рыночных процентных ставок по срокам до погашения, а также результаты опросов показывали, что участники рынка ожидали более быстрого снижения ключевой ставки, чем прогнозировал Банк России. При этом их прогнозы по инфляции хотя и снизились, но продолжали превышать целевой показатель Банка России 4% на конец 2017 г. [8]. Это говорит о недостаточной эффективности методики оценки инфляционных ожиданий населения, а также о необходимости пересмотра операционных целей ДКП с учетом инфляционных ожиданий.

### **Предложения по модернизации антиинфляционной политики ЦБР**

1. Совершенствовать методику анализа инфляционных ожиданий экономических агентов. Если в части ожиданий населения эта работа носит прозрачный характер, то в части работы с экспертным сообществом ситуация обстоит по-другому. Центральный банк регулярно проводит конъюнктурные опросы предприятий, однако полученные результаты используются только для анализа мегарегулятором. В публичное пространство попадает минимальная информация, совершенно не презентуются развернутые данные. По мнению авторов, это не соответствует политике информационной открытости, проводимый ЦБ в последние годы. Необходимо дополнительно ввести практику представления рынку данных об оценке и прогнозах по инфляции от представителей:

- финансового сектора;
- производственных предприятий;
- предприятий торговли.

Многолетний мониторинг инфляционных ожиданий населения выявил значительную инерционность ожиданий этой части экономической системы. Длительный негативный опыт существования в условиях высокой инфляции делает прогнозы по инфляции будущих периодов излишне пессимистичными, несмотря на то, что подобные негативные прогнозы не оправдываются несколько последних лет. Необходимы исследования для выявления степени влияния инфляционных ожиданий разных сообществ экономических агентов (населения, производственных предприятий и торговли) на фактическое значение инфляции в будущем. Авторам представляется, что вес индекса, определяемого участниками, формирующими динамику цен на стороне спроса (предприятиями), должен быть более значимым, соответственно при выборе изменения характера ДКП (смягчить, ужесточить, оставить без изменения) инфляционные ожидания данной группы должны учитываться с большим коэффициентом.

Необходимо более широко освещать результаты мониторинга инфляционных ожиданий профессиональных участников рынка, тем самым воздействуя на формирование экономического поведения широких масс населения.

2. Продолжить разъяснения действующего правила денежно-кредитной политики, обсуждать его публично, определить теоретические основания. Перейти к использованию в качестве еще одной промежуточной цели значения реальной процентной ставки, рассчитываемой как ключевая ставка минус инфляционные ожидания. С точки зрения экономической теории, увеличивая склонность потребителей к сбережению, мы в перспективе увеличиваем объем депозитов населения (агрегат M2), вследствие чего контролируем (уменьшаем) спрос. Таким образом, поддержание положительной реальной ставки станет еще одним инструментом для реализации такой цели, как ценовая стабильность. Уточнение правила в явной форме позволит повысить прозрачность денежно-кредитной политики Банка России для всех экономических агентов.

3. Стимулировать деятельность коммерческих банков в области кредитования реального сектора национальной экономики. По мере закрепления инфляционных ожиданий необходимо перейти к активной политике регулирования на стороне предложения. Согласно экономической теории увеличение денежного предложения также является антиинфляционной мерой. Обновление основных фондов производственных предприятий особенно актуально в связи с тем, что именно близость значения национального выпуска к предельному (большое значение коэффициента использования мощностей) заявляется многими экспертами как причина торможения роста ВВП [9, 10]. То есть даже в случае повышения спроса предприятия не могут на него ответить увеличением объема производства. По мнению вышеуказанных авторов, в любой государственной программе по стимулированию обновления основных фондов не обойтись без активного участия банковской сферы, предприятиям необходимо доступное финансирование. Доступность подразумевает низкие процентные ставки и реальную возможность одобрения кредита со стороны банка.

Через введение новых требований к кредитным учреждениям можно увеличить долю кредитов реальному сектору в активах коммерческих банков. Например, определить особые (более выгодные) условия предоставления ликвидности банкам, готовым взять на себя риски по подобному кредитованию. ЦБ должен стать инициатором обсуждения политики рисков, давать рекомендации по методикам оценки рисков заемщиков. Учитывая доступ к информации по saniруемым банкам, у ЦБ есть реальное представление о современной ситуации в этой области.

Действительно, денежно-кредитная политика экспансионистского типа может быть и селективной (а не только тотальной). При селективном варианте политики мероприятия мегарегулятора распространяются на отдельные коммерческие банки, на определенные виды банковской деятельности. Селективная мягкая денежно-кредитная политика позволит Центральному банку оказывать выборочное (целевое) воздействие для обеспечения доступного финансирования реального сектора, при этом не создавая значительных инфляционных рисков. Для этого коммерческим банкам, участвующим в кредитовании такого типа, необходимо будет проводить тща-

тельный анализ заявок на финансирование, усилить контроль за целевым использованием средств, выделенных предприятиям-заемщикам. Необходимо одновременно прекратить высокорискованное кредитование аффилированных с банками-кредиторами предприятий, так как именно действия подобного рода неоднократно указывались ЦБ России в качестве основных причин банкротства банков, подвергшихся санации в последнее время.

4. Банку России необходимо стать заказчиком мониторинга загруженности производственных мощностей в национальной экономике. По мнению авторов, без выявления сфер и отраслей экономики, которые смогут ответить расширением производства на возможный перспективный рост их финансирования, стимулирование экономики на стороне спроса будет сугубо проинфляционным, что закрывает путь к увеличению ВВП в условиях сохранения приверженности режиму инфляционного таргетирования.

5. В связи с большой вероятностью достижения российской экономикой целевых показателей по инфляции к концу 2017 г. необходимо еще большее внимание уделять проблемам дефляции. Дополнительные усилия следует приложить для развития национальной экономической теории по данному вопросу, анализировать опыт мировых экономик, столкнувшихся с данной проблемой значительно раньше (США, страны Евросоюза, Япония). Для разработки данного раздела Центральному банку необходимо использовать не только возможности собственного аналитического центра, но и привлечь самые широкие круги российских экономистов-исследователей.

6. При обсуждении государственной экономической политики необходимо обеспечить комплементарность усилий различных структур правительства по борьбе с инфляцией, учитывая большой спектр причин ценовой нестабильности, когда воздействие с помощью денежно-кредитной политики не представляется возможным либо масштабы такого воздействия являются ограниченными.

### **Выводы, сделанные в ходе исследования**

Перечислим выводы, сделанные авторами в ходе рассмотрения политики инфляционного таргетирования, осуществляемой Банком России в указанный период:

– Причины российской инфляции имеют как монетарный, так и немонетарный характер.

– В связи с двойственным характером причин российской инфляции невозможно решать задачи государственной антиинфляционной политики только в рамках денежно-кредитной политики.

– Применение ЦБ РФ политики инфляционного таргетирования на современном этапе доказало свою результативность.

– Для решения противоречий по решению задач по контролю инфляции и росту ВВП требуется модернизация российской антиинфляционной политики.

Политика инфляционного таргетирования, проводимая Центральным банком, позволила добиться плановых целевых показателей, несмотря на различные шоки, в том числе из-за падения мировых цен на нефть и введения экономических санкций со стороны стран Запада. Для удержания достигнутых результатов необходима дальнейшая модернизация антиинфляционной политики не только в рамках денежно-кредитной политики Центрального банка, но и в рамках единой государственной социально-экономической политики с учетом происходящих изменений, особенно для достижения декларируемых государством целей по уровню ВВП.

### *Литература*

1. *Основные* направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов // Сайт ЦБ РФ. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2013\(2014-2015\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2013(2014-2015).pdf)
2. *О Концепции* долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года: Распоряжение Правительства РФ от 17.11.2008 № 1662-р // Доступно из информационно-справочной системы «Гарант»
3. *Основные* направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов // Сайт ЦБ РФ. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf)
4. *Основные* направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов // Сайт ЦБ РФ. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2014\(2015-2016\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2014(2015-2016).pdf)
5. *Основные* направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов // Сайт ЦБ РФ. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2015\(2016-2017\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2015(2016-2017).pdf)
6. *Беспалова О.В., Ильина Т.Г.* Современные подходы к анализу денежно-кредитной политики Центрального банка // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2015. № 1 (29). С. 117–137.
7. *Основные* направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов // Сайт ЦБ РФ. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2017\(2018-2019\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf)
8. *Банк России* принял решение снизить ключевую ставку до 10,00% годовых // Сайт ЦБ РФ. URL: [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16092016\\_132949keyrate2016-09-16T12\\_56\\_02.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16092016_132949keyrate2016-09-16T12_56_02.htm)
9. *Кудрин А.Л., Горюнов Е.Л., Трунин П.В.* Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность // Вопросы экономики. 2017. № 5. С. 5–28.
10. *Юдаева К.В.* О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Сайт ЦБ РФ. URL: [http://www.cbr.ru/press/press\\_centre/Yudaeva\\_statia\\_20140902.pdf](http://www.cbr.ru/press/press_centre/Yudaeva_statia_20140902.pdf) (дата обращения: 04.09.2017).

**Kornuchenko A.V.**, Master of economics, Institute of Economics and Management, National Research Tomsk State University (Tomsk, Russian Federation). E-mail: [tsndir@yandex.ru](mailto:tsndir@yandex.ru)

**Ilina T.G.**, Candidate of Economical Sciences, Associate Professor, Department of Finance and Accounting, Institute of Economics and Management, National Research Tomsk State University (Tomsk, Russian Federation). E-mail: [ilinatg@mail.ru](mailto:ilinatg@mail.ru)

### **ANALYSIS AND DIRECTIONS TO IMPROVE ANTI-INFLATION POLICY OF THE CENTRAL BANK OF THE RUSSIAN FEDERATION AT THE PRESENT STAGE**

**Keywords:** inflation, inflation targeting, central bank, monetary policy, anti-inflationary policy, inflation expectations.

DOI: 10.17223/19988648/45/20

The article presents the main points of the study of practical application of the existing approaches and the mechanism of inflation regulation within the framework of the modern monetary policy of the Bank of Russia, the analysis of the results obtained after the first years of the inflation targeting. This article reveals the ways to modernize the anti-inflationary policy of the CBR in the framework of monetary policy, in particular regarding the revision of the mandate of the Bank of Russia, adjusting the objectives of monetary policy, increasing the importance of the role inflationary expectations in economic forecasting and in the practical implementation of anti-inflationary policies.

### References

1. Osnovnye napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2013 god i period 2014 i 2015 godov, Sajt CB RF.[EHlektronnyj resurs]. URL:[http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2013\(2014-2015\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2013(2014-2015).pdf)
2. O Konceptii dolgosrochnogo social'no-ehkonomicheskogo razvitiya Rossijskoj Federacii na period do 2020 goda: Rasporyazhenie Pravitel'stva RF ot 17.11.2008 № 1662-r [EHlektronnyj resurs] // Dostupno iz informacionno-spravocnoj sistemy «Garant»
3. Osnovnye napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2016 god i period 2017 i 2018 godov, Sajt CB RF.[EHlektronnyj resurs]. URL:[http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2016\(2017-2018\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2016(2017-2018).pdf)
4. Osnovnye napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2014 god i period 2015 i 2016 godov, Sajt CB RF.[EHlektronnyj resurs]. URL:[http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2014\(2015-2016\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2014(2015-2016).pdf)
5. Osnovnye napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2015 god i period 2016 i 2017 godov, Sajt CB RF.[EHlektronnyj resurs]. URL:[http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2015\(2016-2017\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2015(2016-2017).pdf)
6. Bepalova O.V., Il'ina T.G. Covremennye podhody k analizu denezhno-kreditnoj politiki central'nogo banka // Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. EHkonomika, 2015. № 1 (29). P. 117–137.
7. Osnovnye napravleniya edinoj gosudarstvennoj denezhno-kreditnoj politiki na 2017 god i period 2018 i 2019 godov, Sajt CB RF.[EHlektronnyj resurs]. URL:[http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2017\(2018-2019\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf)
8. Bank Rossii prinjal reshenie snizit' klyuchevuyu stavku do 10,00% godovyh Sajt CB RF.[EHlektronnyj resurs]. URL: [https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16092016\\_132949keyrate2016-09-16T12\\_56\\_02.htm](https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16092016_132949keyrate2016-09-16T12_56_02.htm)
9. Kudrin A.L., Goryunov E.L., Trunin P.V. Stimuliruyushchaya denezhno-kreditnaya politika: mify i real'nost' // Voprosy ehkonomiki. 2017. № 5. S. 5-28
10. YUdaeva K.V. O vozmozhnostyah, celyah i mekhanizmah denezhno-kreditnoj politiki v tekushchej situacii [EHlektronnyj resurs] // Sajt CB RF. URL:[http://www.cbr.ru/press/press\\_centre/Yudaeva\\_statia\\_20140902.pdf](http://www.cbr.ru/press/press_centre/Yudaeva_statia_20140902.pdf) (data obrashcheniya 04.09.2017).

### For referencing:

**Kornuchenko A.V., Ilina T.G.** Analiz i napravleniya sovershenstvovaniya antiinflacionnoj politiki Central'nogo Banka RF na sovremennom ehtape [Analysis and directions to improve anti-inflation policy of the Central bank of the Russian Federation at the present stage]. Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics, 2019, no. 45, pp. 296–311.