

Оценка эффективности инфляционного таргетирования через изменение монетарной политики в России в условиях бюджетного импульса

Звягинцев Евгений Сергеевич,

магистрант кафедры медицинской биохимии, молекулярной и клеточной биологии, Воронежский государственный университет

E-mail: Stride.red@mail.ru

Першин Николай Николаевич,

магистр финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»

E-mail: nnp99v@gmail.com

Сулейманов Амрах Азад оглы,

студент, Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н. Ельцина

E-mail: amrah.2004.com.47@gmail.com

Цель статьи – оценить эффективность инфляционного таргетирования через использование ключевой ставки в условиях продолжительного бюджетного импульса в экономике. Основные задачи – проанализировать статистику по инфляции и ключевой ставке в России с 2014 по 2024 год, оценить влияние изменений ключевой ставки на темпы роста цен с 2022 по 2024 годы, сделать выводы о влияние решений Центрального банка на инфляцию в экономике. Основная гипотеза исследования: эффективность инфляционного таргетирования снижается при продолжительном бюджетном импульсе в экономике. Методология исследования: использованы общенаучные и расчетно-аналитические методы исследования. Основные выводы: инфляционное таргетирование показало свою эффективность в России, средняя инфляция после введения данного таргета снизилась, долгие годы удерживаясь у цели в 4%, но в условиях продолжительного бюджетного импульса степень влияния Ключевой ставки, как основного инструмента денежно-кредитной политики, снизилась. В последние годы проявился один из главных недостатков механизма инфляционного таргетирования, а именно зависимость от бюджетно-налоговой политики государства.

Ключевые слова: экономика, финансы, ключевая ставка, инфляция, бюджетный импульс.

Введение

Денежно-кредитная политика государства направлена на повышение благосостояния граждан государства.[8] При определении целей денежно-кредитной политики государственный Банк выбирает ключевой приоритет. В конце 2014 года Банк России перешел к таргетированию инфляции – режиму денежно-кредитной политики, главной целью которой является удержание стабильных темпов роста цен в экономике. В последние годы в экономике наблюдается существенный бюджетный импульс и это неминуемо ведет к возникновению большого количества проинфляционных факторов, из-за чего становится актуальным вопрос адекватности выбранной политики и возможности достижения установленной цели.

Литературный обзор

Вопросам, которые касаются инфляционного таргетирования и использованию данного механизма в российской и мировой экономике, уделяется значительное внимание как в современной научной, так и в бизнес литературе. Лишь некоторые из авторов в своих работах уделяют внимание текущей ситуации с инфляцией и возможностях Центрального Банка достигнуть заявленной цели.

В работе Исаевой П.Г. и Вишакаевой А.М. [2] рассматривалась эффективность политики таргетирования инфляции в России и мире до 2020 года. В выводах отмечалось, что переход к таргетированию инфляции обеспечивает население бесперебойной защитой доходов, а также снижает волатильность процентных ставок для бизнеса. В России, в результате введения целей по инфляции, во второй половине 2010-х снизились темпы роста потребительских цен и выросла устойчивость экономики к внешним шокам, но уже тогда авторы отмечали, что для страны наилучшим вариантом является гибкое таргетирование с введением коридора и более высокими таргетируемыми уровнями.

В выводах работы Цицкиева В.В. [11] отмечается, что существует большой временной лаг между введением процесса таргетирования инфляции и накоплением положительных эффектов в экономике по мере повышения доверия экономических агентов к национальной валюте и национальному банку, но из-за усилившейся неопределенности внешних условий в 2022 году, данный процесс может быть растянут во времени и потребует значительно более долгого периода жесткой денежно-кредитной политики.

Также в литературе уделяется значительной внимание функционированию денежно-кредитной политики в целом и корректности в выборе применяемых инструментов Центральным банком.

Как отмечают Дуброва С.Е. и Аниканов Е.И. [1] с момента введения режима таргетирования инфляции и Ключевой ставки, как механизма денежно-кредитной политики, ее влияние на рынок процентных ставок в России росло, что указывает на высокую эффективность функционирования канала трансмиссионного механизма передачи монетарного импульса и правильность выбора Ключевой ставки как механизма достижения целей денежно-кредитной политики.

История таргетирования инфляции в России

С 1995 по 2014 год в России применялся механизм таргетирования валютного курса, что позволяло стабилизировать валютный курс, удерживая национальную валюту от существенного падения. Так, в период действия валютного таргетирования, с начала 2000 года по ноябрь 2014, средний курс Доллара США к Рублю РФ составил 29,56 рублей. В это время неизбежно случались периоды колебания курса национальной валюты, но далее курс стабильно возвращался к значению, близкому к 30 рублям за 1 доллар США, что можно наблюдать на рисунке 1.

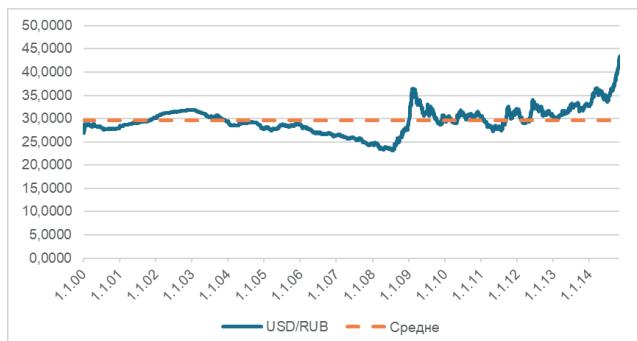


Рис. 1. Курс Доллара США к российскому Рублю с января 2000 года по ноябрь 2014 года [9]

Однако таргетирование валютного курса имеет ряд существенных ограничений, которые накладываются на экономику:

- ограниченное количество целей, которые предстаются денежно-кредитной политикой государства;
- нет возможности проводить независимую ДКП и реагировать на внутренние шоки экономики;
- ограниченная возможность органов государственной власти влиять на курс национальной валюты. [3]

10 ноября 2014 года ЦБ перешел к плавающему курсу рубля, а с 1 января 2015 года национальный Банк объявил о переходе к таргетированию инфляции, что имеет ряд преимуществ для экономики:

- снижение темпов инфляции;
- стабильность в темпах роста цен создает условия для стабильного экономического роста, появления «длинных» денег и развития инвестиционных проектов;

- растет доверие экономических агентов к центральному банку;
- растет независимость центрального банка в проведении денежно-кредитной политики.

При этом в инфляционном таргетировании есть ряд существенных недостатков:

- Зависимость от бюджетно-налоговой политики государства;
- Инфляционное таргетирование через ставку неминуемо влияет на объемы производства;
- Эффективность инфляционного таргетирования во многом зависит от доверия экономических субъектов к поставленной цели. [6]

Эффективность таргетирования инфляции в России в текущих экономических условиях



Рис. 2. Ключевая ставка и инфляция в России с января 2015 по ноябрь 2024 года. [10]

С января 2015 года по ноябрь 2024 года средняя инфляции в России составила 7,17% г/г, в то время как среднее значение по инфляции с января 2000 по декабрь 2014 года составило 11,38%, а с 2010 по 2014 год 7,85%. Таким образом, несмотря на большое количество внешнеэкономических шоков, санкционное давление и существенный рост курсов валют, центральный банк смог гарантировать лучшую ценовую стабильность, чем в периоды времени, предшествующие появлению таргета по инфляции. Особенно успешно Центральный Банк действовал в период с начала 2017 по конец 2020 года, когда средний уровень темпов роста индекса потребительских цен был чуть ниже цели, на уровне 3,68% годовых. Общая статистика по инфляции представлена на рисунке 2.

В целом денежно-кредитная политика до 2022 года была синхронизирована с бюджетно-налоговой политикой в России. Так, в период с 2014 по 2017 год, когда Центральный Банк постепенно снижал ключевую ставку, переходя к мягкой ДКП, бюджет ежегодно исполнялся с дефицитом, что характеризуется как бюджетный импульс.

Бюджетный импульс – это отрицательный прирост баланса между доходами и расходами соответствующего бюджетного уровня. Бюджетный импульс является частью стимулирующей бюджетной политики, что может оказывать влияние на динамику инфляционных процессов в экономике. [5]

Также дефицитный бюджет наблюдался в 2020 году, когда дефицит составил около 3,8% номинального ВВП. В тот год ЦБ РФ снизил ключевую ставку до минимального уровня в 4,25%, что являлось самыми

мягкими условиями в денежно-кредитной политике России. В 2018, 2019 и 2021 годах, когда в стране проводилась относительно нейтральная или умеренно-жесткая денежно-кредитная политика, бюджет исполнялся с профицитом.

С 2022 года ситуация с исполнением бюджета в экономике изменилась. С середины 2022 года бюджет исполняется с дефицитом, таким образом в экономике наблюдается очень сильный бюджетный импульс, тогда же прекратилось и снижение цен: с июля по август 2022 года отмечалась по-месячная дефляция, а средняя месячная инфляция в 4 квартале 2022 года уже составила 0,44%. Из-за роста проинфляционного давления, в том числе на фоне ослабления национальной валюты, в середине 2023 года национальный банк перешел к жесткой денежно-кредитной политике, повысив ключевую ставку сначала с 7,5% до 8,5%, а далее до 12%, после чего постепенно повысил ее до 16% к концу 2023 года.

Федеральный бюджет 2022 года был исполнен с дефицитом 3,3 триллиона рублей, около 2,2% ВВП. Бюджет 2023 года был исполнен с дефицитом 3,2 триллиона рублей, или 1,9% ВВП. По прогнозам бюджет 2024 года должен быть исполнен со структурным дефицитом 3,1 триллиона рублей, на уровне 1,7% ВВП.

В условиях бюджетного импульса центральному банку пришлось перейти к более высоким уровням ключевой ставки, а также, при принятии решений о пересмотре значений КС, ориентироваться на больший шаг. При этом, лишь спустя 5 месяцев после начала первого цикла повышения ставок в экономике в июле 2023 года, темпы помесячной инфляции по замерам Росстата показали динамику снижения. Исключением являлся лишь август – месяц, характеризующийся пониженной инфляцией в силу сезонности.

После завершения цикла роста ставок инфляция показывала постепенное снижение до 0,39% месяц к месяцу в марте 2024 года. К лету 2024 года инфляция вновь стала показывать устойчивые темпы роста, из-за чего Центральный Банк был вынужден вновь запустить цикл повышения ставок. При этом, несмотря на рекордный уровень процентной ставки, инфляционные данные к ноябрю 2024 года превысили 1,43% месяц к месяцу или 8,88% год к году, что существенно превышает таргет национального банка в 4%.

Далее мы проанализировали имеющиеся данные и выявили, изменилась ли эффективность применения ключевой ставки для влияния на инфляцию. Кросскорреляционный анализ показал, что средний временной лаг между изменением ключевой ставки и инфляцией составляет 12 месяцев, именно на этом периоде наблюдается наиболее значительная отрицательная корреляция в данных (-0,25).

Далее данные были разбиты на два временных периода: первый с 2015 года по окончание 3 квартала 2022 года и второй с начала 4 квартала 2022 года по середину 2024 года, так как именно

в четвертом квартале 2022 года начал наблюдаться бюджетный импульс и он сохранялся даже в условиях повышения ключевой ставки. В результате получились представленные ниже значения для каждого из временных периодов.

Полученные коэффициенты для первого периода представлены в таблице 1.

Таблица 1. Результаты расчетов для периода с января 2015 по сентябрь 2022 года

Параметр	Значение	р-значение
Константа	12,21	<0,001
Ключевая ставка	-0,85	<0,001

Таким образом для первого периода наблюдается существенная отрицательная зависимость между ключевой ставкой и инфляцией, что подтверждается $R^2 = 0,25$ и коэффициентом регрессии -0,85. Модель изображена на рисунке 3.

Полученные данные для второго временного периода представлены в таблице 2.

Таблица 2. Результаты расчетов для периода с октября 2022 года

Параметр	Значение	р-значение
Константа	9,08	<0,001
Ключевая ставка	-0,14	<0,355

Для второго периода практически не наблюдается корреляции между изменением ключевой ставки и последующим изменением темпов роста цен, что подтверждается $R^2 = 0,036$, таким образом модель объясняет лишь 3,6% вариации инфляции. Коэффициент регрессии оказался равен -0,14, коэффициент значимости $p=0,355$, что указывает на отсутствие значимости. Данные отражены на рисунке 4.

Дополнительно было проведено исследование с целью выявить возможный иной временной лаг только на втором периоде, однако ни для какого значения лага не был получен значимый отрицательный коэффициент корреляции между изменением ставки и изменением темпов роста цен, что также указывает на существенное влияние прочих внешних факторов и низкую эффективность изменения значения КС ЦБ на инфляцию.

Одно из главных негативных последствий существенного долговременного превышения инфляцией установленных целей национального банка – это снижение доверия к национальной валюте, снижение доли «длинных» денег и замедление инвестиционной активности в стране. В этих условиях возможно перетекание капитала в иностранные активы, что в свою очередь снизит курс национальной валюты, удорожит импорт и станет еще одним проинфляционным фактором.

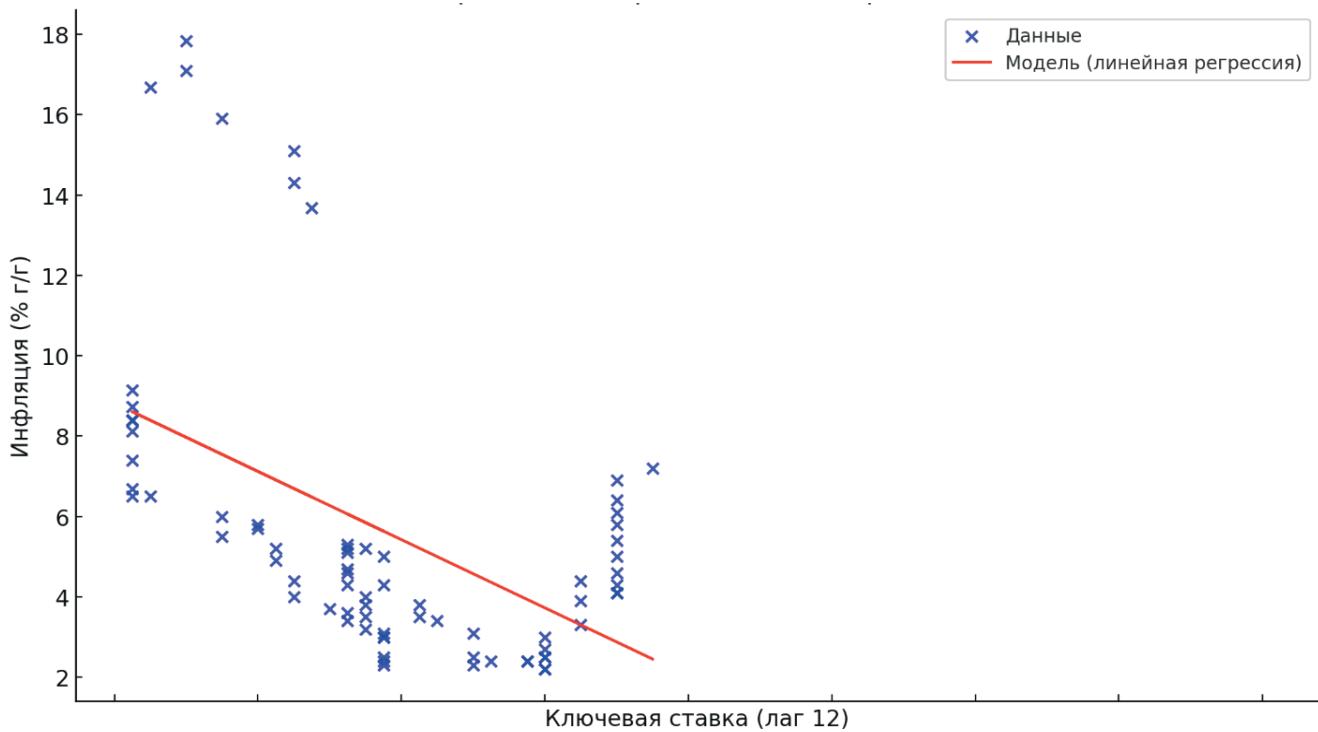


Рис. 3. Влияние ключевой ставки на инфляцию с января 2015 по сентябрь 2022 года

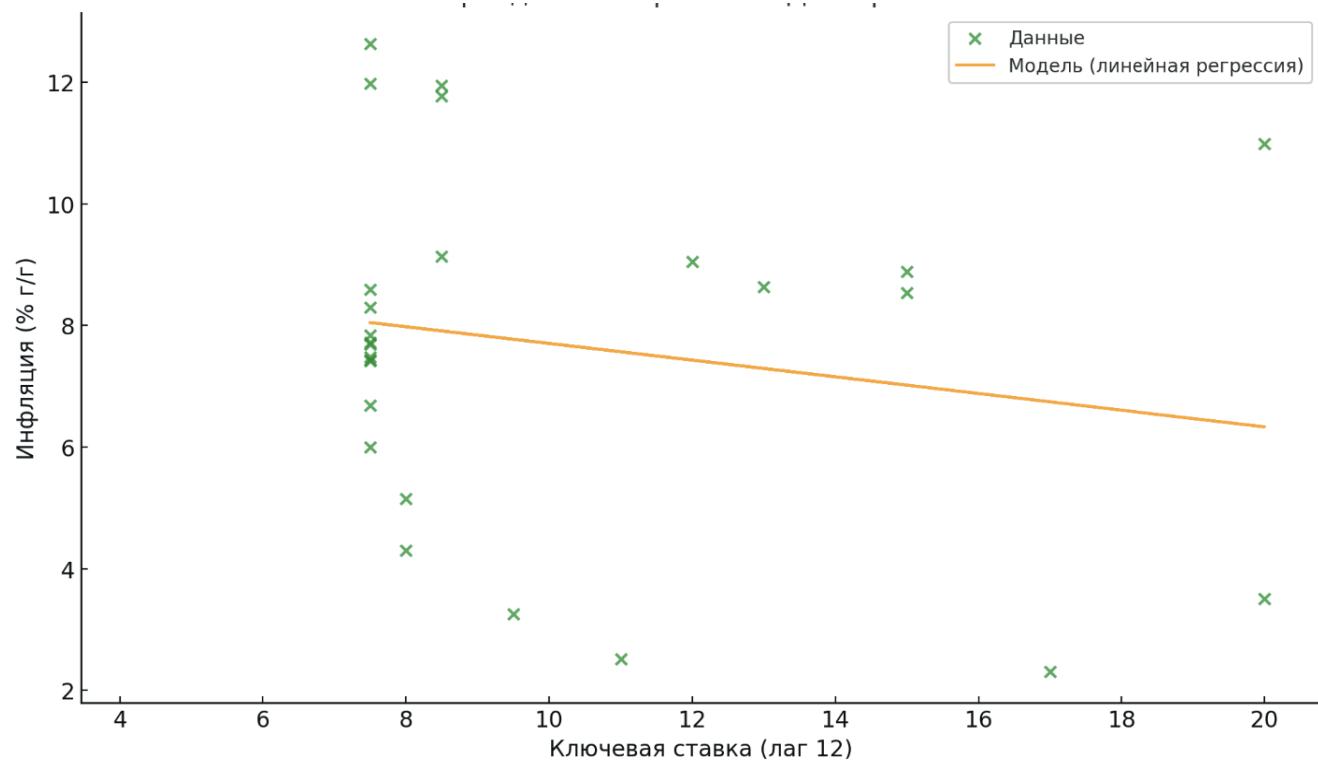


Рис. 4. Влияние ключевой ставки на инфляцию с октября 2022 года по июнь 2024 года

Также жесткая денежно-кредитная политика оказывает влияние на темпы промышленного производства и может стать причиной общего замедления экономики.

В последние годы в России формировался существенный дисбаланс на внутреннем валютном рынке, при этом наличие баланса на рынке валюты – один из основополагающих факторов для успешной реализации таргетирования ценовых уровней. Также в стране отмечается низкий уровень доверия к фи-

нансовым властям. Обычно страны, экономика которых охарактеризована описанными выше качествами, используют более гибкие монетарные цели. [6] В условиях высоких уровней бюджетного дефицита и внешних шоков, которые делают невозможным достижение низкого целевого инфляционного уровня, цели национального банка могут быть пересмотрены, но у данной меры есть ряд ограничений, так как пересмотр целей может еще сильнее подорвать доверие к национальному банку в условиях макроекономи-

мической нестабильности и повысить инфляционные ожидания в экономике. При реализации механизма пересмотра таргета для повышения эффективности проводимой политики, финансовое руководство должно четко обосновывать выбранную цель в условиях бюджетного импульса и ставить ее на достижимом уровне.

Выводы

Можно отметить, что Россия, пойдя по пути таргетирования инфляции через ключевую ставку, не только переняла опыт многих развитых и развивающихся стран, но и доказала эффективность данного механизма. Инфляция после перехода к инфляционному таргетированию в среднем оказалась ниже уровней, фиксируемых до включения данного механизма. На протяжении многих лет центральный банкдерживал ставку на уровнях близких к таргету через реализацию денежно-кредитной политики. Также ЦБ удалось достигнуть высокого уровня эффективности функционирования канала трансмиссионного механизма передачи монетарного импульса через управление ключевой ставкой, что сделало данный инструмент основным, используемым центральным банком для достижения обозначенных целей.

До 2022 года денежно-кредитная политика, несмотря на существенные внешние шоки, реализовывалась в связке с бюджетной политикой, которая также оказывает влияние на национальную экономику и темпы роста цен. Но с 2022 года в экономике наблюдается существенный бюджетный импульс, что неминуемо ведет к постепенному нарастанию инфляционного давления. В этой ситуации центральный банк, по-прежнему проводя независимую политику и сохраняя цель по уровню инфляции в 4%, вынужден прибегать к жестким мерам и существенному повышению ставок в экономике. При этом отмечается снижение влияния проводимой монетарной политики на темпы роста цен в национальном экономике.

Из всего этого можно сделать вывод о том, что при продолжительном бюджетном импульсе эффективность таргетирования инфляции в экономике снижается и реализуется один из главных недостатков данного механизма, а именно зависимость от бюджетно-налоговой политики государства.

Так как национальный банк не имеет возможности влиять на проводимую бюджетную политику и действует независимо, одним из возможных решений является более гибкий подход к определению уровня устанавливаемой цели по инфляции в период бюджетного импульса для сохранения доверия экономических агентов к достижимости обозначенных целей.

Литература

1. Дубова Светлана Евгеньевна, Аниканов Ефим Игоревич Оценка эффектов передачи монетарного импульса через процентный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России // Финансовые рынки и банки. 2023. № 2.
2. Исаева Патимат Гаджиевна, Вишакаева Аминат Магомедовна Оценка эффективности кредитной политики в условиях режима инфляционного таргетирования // АНИ: экономика и управление. 2020. № 3 (32).
3. Мартынов А.Г. Проблемы развития таргетирования инфляции в России // Экономика и социум. 2021. № 6–2 (85).
4. Министерство Финансов Российской Федерации. Предварительная оценка исполнения федерального бюджета в январе-октябре 2024 года. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39430-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_v_yanvare-oktyabre_2024 (дата обращения: 20.12.2024).
5. Мясников А. Тарасов В. Аверьянова А. Ткаченко М. Оценка бюджетного импульса и его неоднородное влияние на инфляционные процессы в регионах России // Серия докладов об экономических исследованиях. 2023. № 118
6. Толстолесова Л.А. Инфляционное таргетирование: преимущества и ограничения использования // МНИЖ. 2015. № 11–1 (42).
7. Федеральная служба государственной статистики). Индексы производства по отдельным видам экономической деятельности по субъектам Российской Федерации. – 2024. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://rossstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_sub_2018.xlsx (дата обращения: 20.12.2024).
8. Центральный Банк Российской Федерации (Банк России). Денежно-кредитная политика. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/dkp/> (дата обращения: 20.12.2024).
9. Центральный Банк Российской Федерации (Банк России). Динамика официального курса заданной валюты. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.cbr.ru/currency_base/dynamics/ (дата обращения: 20.12.2024).
10. Центральный Банк Российской Федерации (Банк России). Ключевая ставка Банка России и инфляция. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.cbr.ru/hd_base/ (дата обращения: 20.12.2024).
11. Цицкиев Магомед Мусаевич Влияние на национальную экономику применения режима таргетирования инфляции Центральным банком РФ // Финансовые рынки и банки. 2023. № 12.

ASSESSMENT OF THE EFFECTIVENESS OF INFLATION TARGETTING THROUGH CHANGES IN MONETARY POLICY IN RUSSIA UNDER THE CONDITIONS OF BUDGET IMPULSE

Zvyagintsev E.S., Pershin N.N., Suleymanov A.A.

Voronezh State University, National Research University Higher School of Economics, Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin

The purpose of this article is the effectiveness of inflation targeting through the use of the key rate in the context of a long-term budget impulse in the economy. The main objectives are to analyze statistics on inflation and the key rate in Russia from 2014 to 2024, as-

sess the impact of changes in the key rate on price growth rates from 2022 to 2024, and draw conclusions about the impact of the Central Bank's decisions on inflation in the economy. The main hypothesis of the study: the effectiveness of inflation targeting decreases with a long-term budget impulse in the economy. Research methodology: general scientific and analytical research methods were used. Key findings: inflation targeting has proven its effectiveness in Russia, the average inflation after the introduction of this target decreased, remaining at the target of 4% for many years, but in the context of a long-term budget impulse, the degree of influence of the Key Rate, as the main instrument of monetary policy, decreased. In recent years, one of the main shortcomings of the inflation targeting mechanism has become apparent, namely, its dependence on the state's fiscal policy.

Keywords: economy, finance, key rate, inflation, budget impulse.

References

1. Dubova Svetlana Evgenievna, Anikanov Efim Igorevich Assessment of the effects of monetary impulse transmission through the interest rate channel of the transmission mechanism of the monetary policy of the Bank of Russia // Financial markets and banks. 2023. No. 2.
2. Isaeva Patimat Gadzhievna, Vishkaeva Aminat Magomedovna Assessment of the effectiveness of credit policy under the conditions of inflation targeting regime // ANI: Economics and Management. 2020. No. 3 (32).
3. Martynov A.G. Problems of inflation targeting development in russia // Economy and Society. 2021. No. 6–2 (85).
4. Ministry of Finance of the Russian Federation. Preliminary assessment of federal budget execution in January–October 2024. [Electronic resource]. – Access mode: https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=39430-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzhetu_v_yanvare-oktyabre_2024 (date of access: 20.12.2024).
5. Myasnikov A. Tarasov V. Averianova A. Tkachenko M. Assessment of budget impulse and its heterogeneous impact on inflation processes in the regions of Russia // Series of reports on economic research. 2023. No. 118.
6. Tolstolesova L.A. Inflation targeting: advantages and limitations of use // MNIZH. 2015. No. 11–1 (42).
7. Federal State Statistics Service). Production indices for individual types of economic activity by constituent entities of the Russian Federation. – 2024. – [Electronic resource]. – Access mode: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ind_sub_2018.xlsx (accessed: 20.12.2024).
8. Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Monetary policy. [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.cbr.ru/dkp/> (accessed: 20.12.2024).
9. Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Dynamics of the official exchange rate of a given currency. [Electronic resource]. – Access mode: https://www.cbr.ru/currency_base/dynamics/ (date of access: 20.12.2024).
10. Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia). Key rate of the Bank of Russia and inflation. [Electronic resource]. – Access mode: https://www.cbr.ru/hd_base/штад/ (date of access: 20.12.2024).
11. Tsitskiv Magomed Musaevich The impact on the national economy of the application of the inflation targeting regime by the Central Bank of the Russian Federation // Financial markets and banks. 2023. No. 12.