



Банк России

ОБЗОР
денежно-кредитной
политики



Формат цели по инфляции

Аналитическая записка

А. Мещеряков
А. Сухомлинов
А. Глазова

Май 2023

Оглавление

Резюме	3
1. Введение	4
2. Уровень цели по инфляции	7
2.1. Понятие оптимального уровня цели по инфляции	7
2.2. Факторы, влияющие на выбор уровня цели по инфляции	8
2.3. Уровень цели по инфляции в России: оценки и выводы	11
2.4. Мировой опыт снижения уровней целей по инфляции	21
3. Тип цели по инфляции	23
3.1. Типы целей по инфляции, их преимущества и недостатки	23
3.2. Факторы, влияющие на выбор «ширины» цели по инфляции	25
3.3. Тип цели по инфляции в России: ключевые выводы	26
4. Показатель для таргетирования инфляции	28
4.1. Подходы к выбору оптимального показателя для таргетирования инфляции	28
4.2. Показатель для таргетирования инфляции в России: ключевые выводы	30
5. Горизонт действия цели по инфляции	32
Заключение	34
Список литературы	36
Приложение 1. Коммуникация о факторах выбора уровня цели по инфляции	38
Приложение 2. Динамика относительных цен в России	39
Приложение 3. Эффективная нижняя граница ключевой ставки в контексте экономики СФР	42
Приложение 4. Инфляционные ожидания населения в отдельных странах-ИТ	46
Приложение 5. Причины расширений и сужений диапазонов целей и смены типов	48

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию авторов. Результаты анализа являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими. Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Замечания и предложения просьба отправлять по адресам:
meshcheryakovan@cbr.ru, sukhomlinovaa@cbr.ru, glazovaam@cbr.ru.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

Резюме

Выбор оптимального для национальной экономики формата цели по инфляции – это фундаментальная задача для денежно-кредитной политики в условиях режима таргетирования инфляции. Понятие формата цели по инфляции охватывает множество ее аспектов: уровень, форма представления (в виде точки или типа цели с диапазоном), целевой индекс, горизонт действия и так далее. И в практике центральных банков в мире, и в академических исследованиях сохраняется широкий спектр подходов к определению формата цели по инфляции и оценок того, что влияет на выбор в пользу того или иного формата цели.

В данной работе суммированы результаты авторских исследований, в которых рассмотрены ключевые аспекты выбора формата цели по инфляции на основе анализа теории и практики в мире, вопросы построения различных модельных оценок для России, а также преломление результатов этого анализа применительно к действующей цели по инфляции Банка России «вблизи 4% постоянно».

В части **уровня цели по инфляции** было установлено, что результаты следования режиму таргетирования инфляции в период с 2015 по 2021 г. позволяют говорить о наличии пространства для потенциального снижения уровня цели по инфляции в России в будущем. На это указывают как эконометрические оценки, основанные на международных сопоставлениях, так и оценки оптимального уровня цели на базе структурной модели общего равновесия (DSGE-модель). Опросы населения и предприятий указывают на уровень инфляции, который комфортен для них в части решений о сбережениях и потреблении, ведения бизнеса, построения долгосрочных планов на уровне 4% или ниже. Вместе с тем необходимо отметить, что события 2022 г., возросшая неопределенность внешних условий и связанный с этим процесс значительной структурной перестройки экономики могут потребовать более значительных сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте. В свете этого оправдан дополнительный анализ и всестороннее обсуждение как своевременности, так и сроков возможного снижения уровня цели по инфляции.

В части **типа цели по инфляции** можно сделать вывод о целесообразности сохранения в России действующего типа цели в виде точки. Об этом в том числе говорит отсутствие в академической литературе убедительных оснований полагать, что типы цели с диапазоном лучше справляются с задачей закоривания инфляционных ожиданий. Кроме того, модельные оценки для стран, таргетирующих инфляцию, свидетельствуют в пользу оправданности сохранения точки в условиях роста неопределенности макроэкономических условий, а также для тех центральных банков, которые имеют высокую степень открытости официальной коммуникации при отсутствии участия правительства в выборе цели. Эти факторы актуальны для России.

Результаты анализа выбора **индекса для таргетирования инфляции** позволили сделать вывод о целесообразности сохранения общего индекса потребительских цен в качестве целевого индекса в России. Он в наибольшей степени соответствует критериям прозрачности, надежности, релевантности для экономических агентов и более всего распространен в практике таргетирования инфляции в мире. Вместе с тем следует рассмотреть целесообразность более широкого использования в регулярной коммуникации Банка России количественных показателей устойчивой инфляции, в том числе базового индекса потребительских цен.

Наконец, что же касается анализа **горизонта действия цели по инфляции**, то авторы отмечают, что слово «*постоянно*» в текущей формулировке цели¹ может восприниматься как избыточно жесткое обязательство без дополнительных пояснений. Впрочем, любое изменение формулировки должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов трансмиссии денежно-кредитной политики. В отсутствие альтернативных лаконичных формул предпочтительным представляется сохранение текущего формата.

¹ «Вблизи 4% *постоянно*».

1. Введение

For a hundred years the world has been suffering from periodic changes in the level of prices, producing alternate crises and depressions of trade... It is not too much to say that the evils of a variable monetary standard are among the most serious economic evils with which civilisation has to deal; and the practical problem of finding a solution of the difficulty is of international extent and importance².

Irving Fisher, 1911

Ценовая стабильность, то есть низкая и стабильная инфляция, является основной задачей центральных банков при проведении денежно-кредитной политики (далее – ДКП). И обширная академическая литература, и практика макроэкономической политики свидетельствуют о том, что ценовая стабильность – необходимое условие для улучшения долгосрочных перспектив роста экономики, а также для снижения волатильности выпуска и занятости в кратко- и среднесрочной перспективе.

Эти положительные эффекты для национальной экономики реализуются через несколько каналов. *Во-первых*, уверенность в поддержании центральным банком ценовой стабильности позволяет экономическим агентам принимать экономические решения, не беспокоясь о непредсказуемых колебаниях покупательной способности денег в будущем. *Во-вторых*, ценовая стабильность удлиняет горизонт планирования экономических агентов, стимулируя использование национальной валюты как меры стоимости при сбережении, заключении долгосрочных деловых контрактов и кредитовании на длительный срок. *В-третьих*, ценовая стабильность увеличивает прозрачность ценовых сигналов в экономике, позволяя экономическим агентам лучше отличать колебания относительных цен³ от изменений общего уровня цен. Результатом этого является снижение инфляционной премии в процентных ставках, сокращение трансакционных издержек и в целом более эффективное распределение ресурсов в национальной экономике, повышающее потенциал роста предложения.

На современном этапе многие центральные банки обеспечивают ценовую стабильность через режим таргетирования инфляции (далее – ИТ). ИТ начало активно распространяться в мире с начала 1990-х гг. и сегодня *де факто* и *де юре* применяется в 47 странах, составляющих в совокупности около 70% мирового ВВП.

Фундаментальным вопросом в рамках режима ИТ является выбор формата цели по инфляции, которая должна количественно отражать состояние ценовой стабильности в экономике и быть ориентиром для центрального банка при проведении ДКП. Формат цели охватывает множество аспектов: уровень, форма представления (в виде точки или типа цели с диапазоном), целевой индекс, горизонт действия и другие (Haldane, 1997). Нельзя при этом сказать, что в академической литературе и практике центральных банков сформировался однозначный консенсус о том, каким является оптимальный формат цели по инфляции. Это особенно важно в контексте отличий в условиях проведения ДКП в развитых странах и странах с формирующимися рынками (далее – СФР), которые могут влиять на выбор формата цели.

² Ирвинг Фишер в предисловии к работе «Покупательная сила денег: ее определение и отношение к кредиту, проценту и кризисам» (1911 г.) отмечает: «В течение ста лет мир страдал от периодических изменений в уровне цен, вызывавших попеременные кризисы и застои торговли... Не будет слишком сильно сказано, что бедствия от изменчивой денежной единицы принадлежат к числу наиболее серьезных экономических бедствий, с которыми цивилизации приходится бороться; и практическая проблема – как найти выход из этого затруднения – имеет международное значение».

³ Под относительными ценами понимаются цены на отдельные товары и услуги потребительской корзины по отношению к среднему (общему) уровню цен в экономике (выраженных, например, в динамике индекса потребительских цен).

Банк России перешел к ИТ с 2015 г. и в соответствии со своим мандатом сформулировал цель ДКП как поддержание инфляции вблизи 4%. Как отмечалось в официальной коммуникации Банка России, выбор уровня цели по инфляции в 4% был во многом продиктован опытом продолжительной и высокой инфляции предшествовавших переходу к ИТ десятилетий, незаякоренностью инфляционных ожиданий и недостаточным доверием к ДКП на начальном этапе ИТ, стремлением ограничить риски дефляции, иными структурными особенностями экономики. 4% соответствовали медианному уровню цели по инфляции для СФР, но это было выше, чем в ряде СФР с продолжительным опытом ИТ и относительно стабильной макроэкономической средой (например, Чили, Мексика, Польша, Индонезия, Венгрия, Сербия), а также в развитых странах.

Выбор же точки вместо типа цели с диапазоном аргументировался Банком России желанием создать условия для прочного заякоривания инфляционных ожиданий на целевом уровне 4%, а также для лучшего понимания функции реакции ДКП на отклонения инфляции от цели. При этом естественность колебаний инфляции в экономике подчеркивалась через оговорку «вблизи», указывавшую на то, что инфляция не может каждый момент времени находиться ровно на 4%.

Банк России также использовал общий индекс потребительских цен (далее – ИПЦ) в качестве показателя ИТ как более понятный и релевантный для общества индикатор. Его недостатком могла выступать более высокая волатильность общего ИПЦ из-за учета в нем таких волатильных компонентов, как цены на продукты питания, бензин и другие энергетические товары. Однако в мире среди стран, таргетирующих инфляцию (далее – страны-ИТ), таргетирование отличных от общего ИПЦ показателей – скорее исключение, нежели правило.

В 2015–2023 гг., таргетируя инфляцию вблизи 4%, Банк России сталкивался с множеством про- и дезинфляционных шоков, влиявших на динамику инфляции и проводимую ДКП. 2015–2016 гг., в частности, были периодом дезинфляции, когда российская экономика преодолевала последствия внешних шоков конца 2014 г., в первую очередь значительного падения цен на нефть. В 2017–2019 гг. годовая инфляция в среднем колебалась вокруг 4%, сталкиваясь с дезинфляционными шоками на продовольственных рынках, внешними проинфляционными шоками из-за роста геополитической напряженности, а также с повышением налога на добавленную стоимость (НДС) с 1 января 2019 года. В 2020–2021 гг. российская и мировая экономика столкнулись с пандемией COVID-19, приведшей к накоплению значительных дисбалансов спроса и предложения и последующему отклонению инфляции в России вверх от цели, как и в большинстве других стран-ИТ. В 2022 г. введение масштабных внешних торговых и финансовых ограничений спровоцировали дополнительный скачок цен, а российская экономика вступила в период структурной перестройки. При этом приверженность Банка России мандату по ценовой стабильности и последовательность в стабилизации инфляции вблизи 4% позволили значительно увеличить доверие к проводимой ДКП за прошедшие годы. Это смягчало эффекты шоков на российскую экономику.

В рамках Обзора ДКП, начатого в 2021 г., Банк России решил проанализировать соответствие текущего формата цели по инфляции «вблизи 4% постоянно» условиям проведения ДКП с учетом накопленного опыта реализации режима ИТ. Данная работа систематизирует взгляд на аспекты выбора формата цели по инфляции на основе проведенных собственных исследований авторов и анализа имеющейся академической литературы, а также изучения мирового опыта. На основе проделанной работы выдвинуты предложения относительно формата цели по инфляции в России.

Работа имеет следующую структуру. Глава 2 посвящена теме выбора уровня цели по инфляции (включая оценки оптимального уровня цели по инфляции для России), систематизации международного опыта снижения уровней целей по инфляции, а также эконометрическим оценкам факторов, определяющих выбор целей в странах-ИТ. Глава 3 посвящена типам цели по инфляции, включая оценки факторов выбора «ширины» цели по

инфляции в странах-ИТ. Глава 4 посвящена аспектам выбора ценового индекса для ИТ, в том числе оценке роли устойчивых показателей инфляции при проведении ДКП, а также целесообразности включения стоимости услуг собственников жилья в ИПЦ в России. Глава 5 освещает нюансы выбора горизонта действия цели по инфляции. Наконец, в заключении подведены общие итоги проведенных исследовательских работ.

2. Уровень цели по инфляции

2.1. Понятие оптимального уровня цели по инфляции

Первый закономерный вопрос, который объективно возникает при анализе темы уровня цели по инфляции, – **что есть оптимальный уровень (цели по) инфляции в экономике**. В общем приближении он должен минимизировать невозвратные потери для общества из-за колебаний цен и позволять ДКП вносить вклад в достижение максимального общественного благосостояния в условиях циклической природы экономики. При этом количественная оценка оптимального уровня цели по инфляции представляет весьма сложную задачу, которая требует учета множества нюансов. Исторически первые центральные банки, переходившие к ИТ, в большей степени ориентировались на экспертные суждения о том, какой уровень цели по инфляции соответствует условиям проведения ДКП и может быть достижим. На современном же этапе значимую роль играют и модельные оценки, которые, как правило, исходят из следующих соображений.

Во-первых, для поиска оптимального уровня цели по инфляции необходимо четко понимать **издержки для общества от высокой и слишком низкой инфляции**. Недостатки высокой и волатильной инфляции более очевидны, чем слишком низкой. Повышенный рост цен в экономике приводит к быстрому обесценению денег и снижению их покупательной способности. Высокая инфляция также, как правило, сопровождается частыми и продолжительными ценовыми колебаниями и приводит к увеличению дисперсии относительных цен. Как следствие, в экономике существенно возрастает экономическая неопределенность, в том числе относительно будущих ценовых сигналов. «Зашумленность» рыночных сигналов, увеличение транзакционных издержек осложняют финансовое и инвестиционное планирование для всех участников экономических отношений, в том числе сокращают его горизонт. В конечном счете это ведет к неэффективному распределению ресурсов в экономике и недоиспользованию ее возможностей. Если же говорить о слишком низкой инфляции, то ее принципиальным недостатком являются повышенные риски возникновения дефляции в экономике в случае реализации дезинфляционных шоков. Дефляция означает устойчивое и продолжительное снижение цен по широкому кругу товаров и услуг, которое может приводить к увеличению волатильности занятости и выпуска. Таким образом, оптимальный уровень цели по инфляции должен в идеале избегать двух крайностей – не быть высоким или слишком низким.

Во-вторых, для выявления оптимального уровня цели по инфляции необходимо определиться, каким образом и с точки зрения каких именно экономических агентов оценивается оптимум. Например, в структурных экономических моделях (типа Dynamic Stochastic General Equilibrium Models, или DSGE-модели) в качестве критерия оптимальности обычно выбирается микроэкономически обоснованная функция потерь общества в целом. В неструктурных и полуструктурных моделях (типа Quarterly Projection Models, или QPM-модели) также часто рассматривается функция потерь центрального банка, представляющая собой в базовом виде квадраты разрыва выпуска и отклонения инфляции от цели. При сильном упрощении модельных предпосылок (например, при предположении, что экономика является закрытой и предприятия могут полностью индексировать цены каждый период времени) эти два критерия эквивалентны. В общем же (и более реалистичном) случае эти критерии различаются. При этом функция общественного благосостояния (то есть общества в целом) представляется наиболее предпочтительным критерием, так как выбор уровня цели по инфляции в конечном итоге должен быть наилучшим с точки зрения общества.

Не менее важным аспектом определения оптимального уровня цели по инфляции выступают также различия между наблюдаемыми уровнями целей по инфляции центральных банков и

существующими в академической литературе их оптимальными оценками⁴. Подобные расхождения, о которых будет сказано далее, в целом говорят в пользу того, что при анализе цели по инфляции следует не только опираться на результаты исследований оптимального уровня цели по инфляции с использованием структурных моделей (например, Andrade et al., 2019 или Coibion et al., 2012), но и учитывать накопленный международный опыт ИТ, в том числе с использованием эконометрического подхода к оценке факторов, влияющих на выбор того или иного уровня цели по инфляции (например, Horváth, Matějů, 2011 или Niedźwiedzińska, 2020).

2.2. Факторы, влияющие на выбор уровня цели по инфляции

По состоянию на текущий день большинство накопленных за многие десятилетия академических исследований оптимального уровня инфляции свидетельствуют о необходимости поддержания центральным банком *полной стабильности цен*, то есть достижения нулевой инфляции. Эта позиция во многом аргументируется упомянутыми выше проблемами высокой инфляции. Практическую почву, подкреплявшую это мнение, сформировал опыт высокой и волатильной инфляции 1970–1980-х гг. в мире. В этих условиях первые центральные банки, переходившие к ИТ, выбирали весьма низкие целевые ориентиры по инфляции. Резервный банк Новой Зеландии, в частности, на начальном этапе ИТ установил целевой диапазон 0–2%. Подобная форма представления цели при этом отчасти отражала и сложность определения оптимального уровня цели в реальной жизни.

По мере накопления опыта ИТ, особенно после Мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. (далее – МФК), в теоретической литературе появлялось все больше аргументов в пользу того, что *небольшой, но положительный уровень инфляции* более предпочтителен для экономики, чем нулевая инфляция. В пользу этого выдвигалось несколько ключевых аргументов:

- (1) В подавляющем большинстве стран-ИТ **в качестве целевого индекса используется ИПЦ**, который склонен завышать реальное удорожание потребительской корзины на величину около 1 процентного пункта. Это связано с тем, что при его расчете фиксируются веса прошлого года, что не позволяет оперативно отслеживать дезинфляционные эффекты замещения.
- (2) Положительная инфляция – буфер для более гладкой подстройки экономики в условиях **номинальных жесткостей**, в первую очередь на рынке труда (DNWR⁵). В ситуации дезинфляционных шоков наличие DNWR не позволяет фирмам сокращать реальные издержки по оплате труда за счет уменьшения заработной платы работникам, поскольку предпочтения последних в большей степени смещены в пользу номинальных, а не реальных доходов. Из-за DNWR при снижении инфляции равновесие на рынке труда может быть достигнуто лишь при более низкой занятости. Буфер в виде низкой, но положительной инфляции позволяет фирмам снижать реальные издержки при неизменности номинальных зарплат вместо снижения последних или увольнения работников.
- (3) Положительная инфляция смягчает проблему **нулевой границы номинальной ставки процента, или ZLB**⁶. ZLB – это ситуация, когда в условиях значительных дезинфляционных шоков центральному банку недостаточно традиционного⁷

⁴ См., например, Schmitt-Grohé & Uribe (2010).

⁵ Речь идет о понятии Downward Nominal Wage Rigidity (DNWR), то есть жесткости номинальных заработных плат вниз.

⁶ ZLB (от англ. Zero Lower Bound) является частным случаем «эффективной нижней границы», или ELB (Effective Lower Bound). Последняя предполагает формирование порогового уровня для номинальной процентной ставки, не обязательно равного нулю.

⁷ Основным и наиболее эффективным инструментом ДКП является краткосрочная процентная ставка ДКП (в России – ключевая ставка). Центральные банки в странах-ИТ, как правило, используют именно процентную ставку, реагируя на про- или дезинфляционные шоки. Именно она определяет традиционное пространство для реакции ДКП.

пространства ДКП для недопущения масштабной дефляции или продолжительного отклонения инфляции вниз от цели. Среднесрочный прогноз может рекомендовать для центрального банка снижение процентной ставки ДКП ниже ZLB, однако возможные риски для финансовой стабильности, проблемы эффективности трансмиссионного механизма ДКП могут препятствовать снижению процентных ставок ниже или значимо ниже ZLB. То есть ZLB усложняет для центрального банка задачу по стабилизации инфляции на цели. Этот аргумент приобрел особенную популярность именно в развитых странах после МФК на фоне устойчивого снижения реальных нейтральных ставок, которое уменьшало пространство для традиционной ДКП. Среди СФР же проблема ZLB менее актуальна в связи с (в среднем) более высокими номинальными нейтральными ставками по сравнению с развитыми странами, о чем будет сказано ниже.

РИСУНОК 1. ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ-ИТ (%)



* Цель Банка Индонезии с 2024 г. (в 2023 г. цель установлена на уровне 3% ± 1), цель Центрального банка Бразилии на 2024 г. (цель на 2023 г. установлена на уровне 3,25% ± 1,5); цель Национального Банка Казахстана с 2025 г. (цель на 2023–2024 гг. установлена в диапазоне 4–5%).

Примечание. Красным цветом выделены страны-ИТ среди СФР, синим – развитые страны.

Источники: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов (Приложение 8 «Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления»), сайты центральных банков, ежегодный доклад Международного валютного фонда о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER).

Применение же нетрадиционных инструментов (например, программ покупки активов или усиленного Forward Guidance) возможно только в ситуации, когда центральный банк столкнулся с ZLB и видит значительные риски продолжительного отклонения экономики вниз от потенциала, а инфляции – вниз от цели.

Если же обращаться к практике ИТ в мире за более чем три десятилетия, то все страны-ИТ имеют положительные уровни среднесрочных целей по инфляции (рис. 1). При этом виден явный разрыв в среднем уровне целей между группами развитых стран и СФР: в развитых странах это примерно 2%, в большинстве СФР – 3–4% при более выраженном разбросе. Такое расхождение может в целом отражать некоторые устойчивые различия в условиях проведения ДКП между развитыми странами и СФР. В СФР в среднем меньше доверие к макроэкономической политике и институтам; не такой продолжительный опыт ИТ и, как следствие, хуже закоренность инфляционных ожиданий; выше чувствительность внутренних условий к изменению конъюнктуры мировых товарных и финансовых рынков; выше волатильность инфляции из-за действия факторов вне сферы влияния ДКП (например, более высокая доля продовольствия в потребительской корзине). Таким образом, на практике более широкий набор причин в дополнение к вышеупомянутым критериям оптимального уровня инфляции может учитываться в странах-ИТ при выборе уровня цели по инфляции. Эту мысль подтверждает в том числе анализ коммуникации в странах-ИТ, в первую очередь официальной коммуникации центральных банков. Хотя эта коммуникация варьируется по степени своей подробности, она отражает довольно большой набор факторов при обосновании выбора уровня цели. Зачастую эти факторы носят специфический для каждой страны характер. В общем виде набор факторов можно разделить на две группы: факторы, связанные с инфляционными процессами и реализацией ДКП; факторы, связанные со структурными особенностями экономики (подробнее в Приложении 1).

Разнообразие упоминаемых в теоретической литературе и в практике центральных банков причин выбора уровней цели ставит дальнейший вопрос о том, насколько значимость тех или иных факторов подтверждается на уровне эмпирических данных. Хотя в современной академической литературе имеется большое количество теоретических работ о выборе уровня цели по инфляции, полноценные эконометрические исследования, посвященные этой же проблеме, практически отсутствуют. Работы Horváth, Matějů (2011) и Niedźwiedzińska (2020) – единственные значимые опубликованные статьи, где авторы попытались показать на панельных данных для стран-ИТ, что на выбор центральными банками уровней цели по инфляции влияют общие макроэкономические условия, а также структурные и институциональные характеристики экономики.

Работа Мещеряков et al. (2023) дополнила имеющиеся эконометрические исследования в нескольких направлениях. Во-первых, авторы исследования увеличили период и количество стран для анализа, сформировав выборку из 43 стран-ИТ на данных с 1990 по 2021 г. включительно. Это в том числе позволило увеличить общее количество наблюдений до более 700, построить ретроспективные оценки уровней целей, а также впервые в литературе учесть Россию в выборке стран. Во-вторых, в работе был расширен набор объясняющих переменных, уже рассмотренных в Horváth, Matějů (2011) и Niedźwiedzińska (2020), в том числе с целью лучшего учета коммуникации центральных банков в странах-ИТ. В-третьих, в работе была учтена интервальная природа целей, что в большей степени обеспечило преимущество к работе Horváth, Matějů (2011) и дало возможность учесть наличие у целей диапазонов. Для этого в работе использовалась интервальная регрессия с фиктивными переменными (Least Square Dummy Variable, или LSDV). Методология в виде интервальной LSDV-регрессии одновременно позволила учесть фиксированные страновые эффекты.

Результаты модельных оценок в Мещеряков et al. (2023) в целом продолжают логику работ Horváth, Matějů (2011) и Niedźwiedzińska (2020) и содержательно сводятся к **следующим ключевым выводам**:

- (1) Более высокие уровни целей по инфляции характерны для стран с исторически более высоким инфляционным давлением в экономике (и наоборот). Хотя вклад в это могут

вносить и факторы вне сферы влияния ДКП, в условиях ИТ ДКП сама в значительной мере определяет этот выбор.

- (2) Одним из препятствий для поддержания инфляции на более низких уровнях являются недостаточная предсказуемость внутренних макроэкономических условий, низкое доверие к макроэкономической политике. Страны-ИТ с более высокими кредитными рейтингами, в значительной степени отражающими уровень доверия к макроэкономической политике, склонны выбирать более низкие уровни целей по инфляции.
- (3) Накопление опыта ИТ открывает пространство для снижения целей по инфляции. При этом эпизоды ускорения инфляции в условиях «зрелого» ИТ не препятствует выбору более низких целей.
- (4) Рост диверсифицированности, сложности экономики создает пространство для выбора более низких уровней цели по инфляции.
- (5) Чем выше инфляция и цели в странах-ИТ с сопоставимым уровнем развития экономик, тем более высокий уровень цели будет склонен выбрать центральный банк в своей экономике (и наоборот). Но на этапе поддержания среднесрочной цели внутренние условия могут быть более значимы.

2.3. Уровень цели по инфляции в России: оценки и выводы

С 2015 г., то есть с момента перехода к ИТ, Банк России в своей официальной коммуникации упоминал следующие основные аргументы в пользу выбора 4% в качестве целевого уровня инфляции в России:

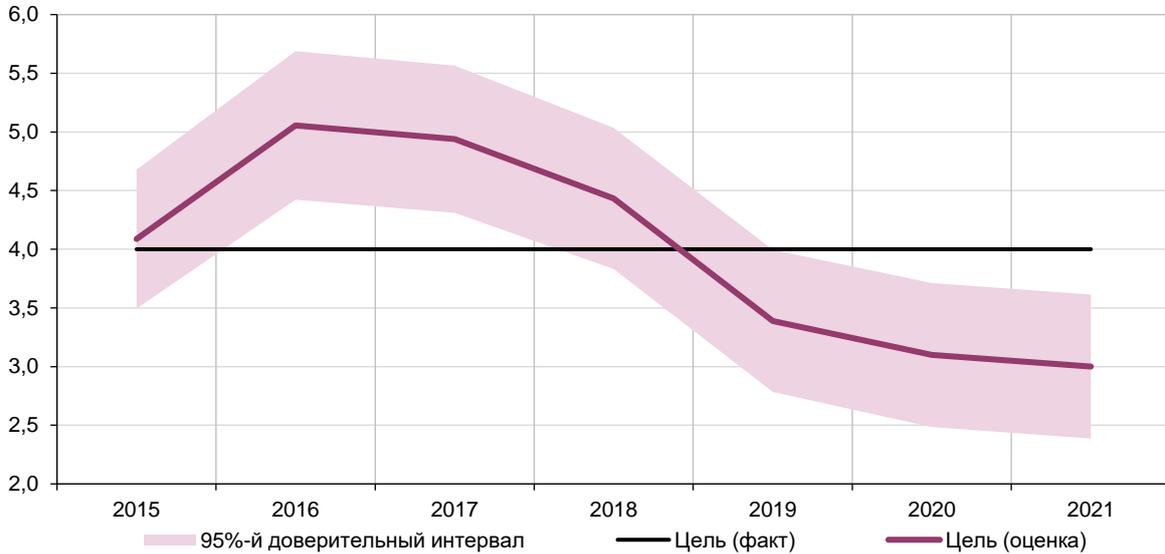
- (1) Высокие и незаякоренные инфляционные ожидания широкого круга экономических агентов вследствие периода высокой инфляции предыдущих десятилетий (до перехода к ИТ) и в целом недостаточного доверия к ДКП.
- (2) Условная оптимальность 4% с точки зрения ограничения вероятности перехода экономики в состояние высокой и волатильной инфляции и одновременно с точки зрения ограничения рисков дефляции, особенно на рынках отдельных товаров и услуг, где цены могут особенно сильно колебаться. В последнем случае упоминалось наличие «запаса» в уровне цели для предотвращения таких тенденций.
- (3) Отдельные структурные ограничения: недостаточная развитость рыночных механизмов, невысокая отраслевая диверсификация российской экономики.
- (4) Близость 4% к уровню инфляции в основных странах – торговых партнерах (далее – страны-ТП) (около 3%) для нивелирования предпосылок устойчивого ослабления рубля.

Взгляд Банка России на упомянутые факторы в первую очередь отражал состояние российской экономики и условия проведения ДКП к началу 2015 года. В то же время за последние более чем 8 лет ИТ влияние вышеуказанных факторов претерпело определенные изменения, а дополнительные исследования позволяют сделать вывод о формировании условий для рассмотрения возможности потенциального снижения уровня цели по инфляции в России в будущем.

Первое. Результаты модельных оценок для российской экономики на данных за период 2015–2021 гг. указывают на наличие пространства для снижения уровня цели по инфляции. Так, оценки в работе Мещеряков et al. (2023) позволили установить, что в контексте анализа опыта 43 стран-ИТ Банк России оправданно выбрал 4%, переходя к ИТ в 2015 г. (рис. 2). Вместе с тем по мере роста «зрелости» ИТ, укрепления доверия к ДКП, общего снижения инфляции к 2021 г. в России сложились условия для снижения цели по инфляции до 3% (рис. 2, 3). Этот уровень в большей степени соответствует СФР с более высокой макроэкономической устойчивостью и более продолжительным опытом ИТ (например, Чили, Мексика, Сербия). В то

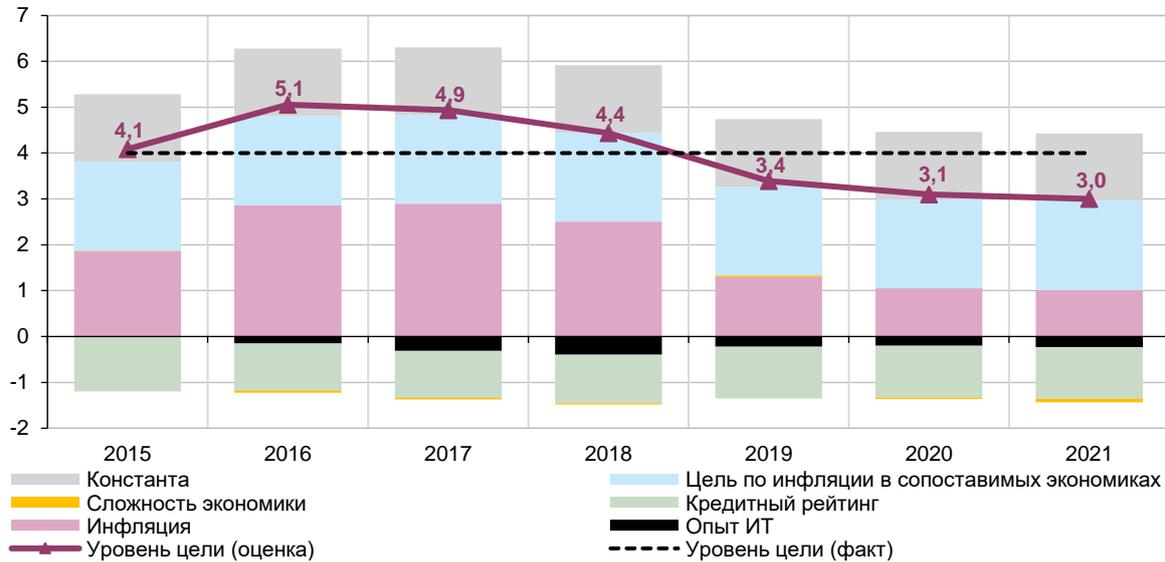
же время данные оценки нельзя интерпретировать с точки зрения критериев оптимальной инфляции, поскольку они (оценки) лишь дают взгляд на то, где по влиянию ключевых факторов Россия находится относительно других стран-ИТ.

РИСУНОК 2. РЕТРОСПЕКТИВНАЯ ОЦЕНКА УРОВНЯ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ (%)



Источники: расчеты авторов работы Мещеряков et al. (2023).

РИСУНОК 3. ВКЛАД ОБЪЯСНЯЮЩИХ ПЕРЕМЕННЫХ (П.П.) В РЕТРОСПЕКТИВНУЮ ОЦЕНКУ УРОВНЯ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ (%)



Примечание. Вклад опыта ИТ на графике также учитывает вклад взаимодействия этой переменной с переменной инфляции (нелинейный эффект «зрелости» режима ИТ). Вклад константы учитывает и фиксированный страновой эффект для России.

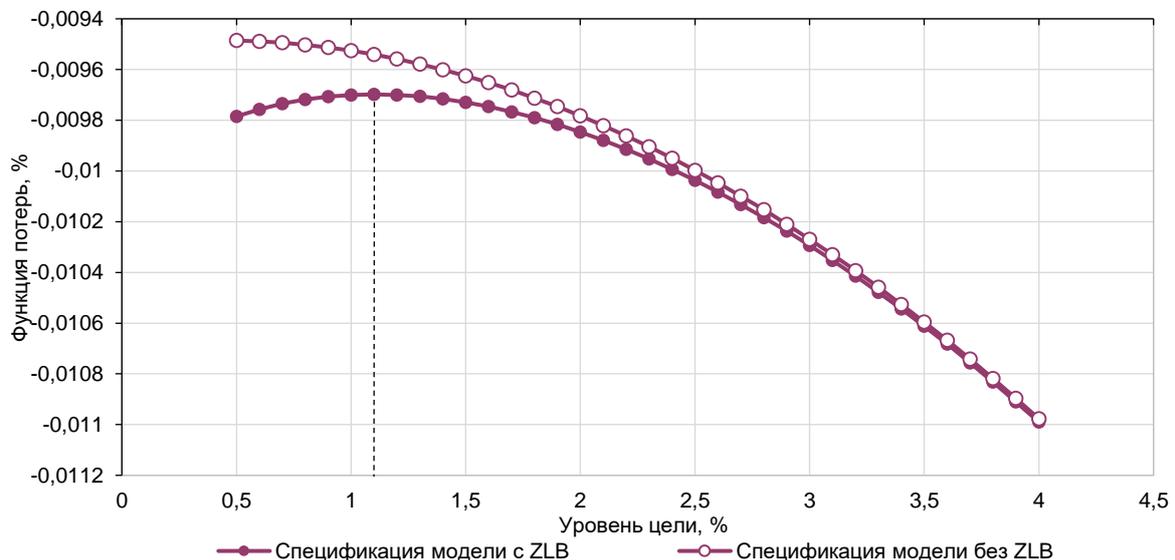
Источники: расчеты авторов работы Мещеряков et al. (2023).

В работе Глазова (2023) была проведена модельная оценка оптимального уровня цели по инфляции в России на базе неокейнсианской DSGE-модели для России, откалиброванной на данных для российской экономики до 2021 г. включительно. По построенной модели производились симуляции с использованием исторических шоков, реализовавшихся в этот период, и вычислялись средние за период симуляций потери для каждого рассматриваемого

уровня цели. В качестве критерия оптимальности использовалась функция общественных потерь, основанная на задаче оптимизации межвременной функции полезности потребителя. Оптимальным уровнем цели признавался такой уровень, для которого потери общественного благосостояния были наименьшими (по модулю).

Оценки, полученные в работе для (1) данного критерия оптимальности и (2) базовой калибровки параметров и симуляций, отражающей фактическую структуру российской экономики, ее динамику, а также характеристики и размер шоков, которым она подвергалась в период до 2021 г., дают оптимальный уровень цели по инфляции 1,1% (рис. 4). Получение столь низкого оптимального уровня цели по инфляции связано с тем, что эмпирическая вероятность достижения ставками ZLB в российской экономике в рассматриваемый период времени была крайне низка. Исторически Россия гораздо чаще сталкивалась именно с проинфляционными шоками. При этом издержки, которые способна породить систематически высокая инфляция в России, как и в иных странах, значительны с точки зрения общественного благосостояния.

РИСУНОК 4. ОЦЕНКИ ФУНКЦИИ ОБЩЕСТВЕННЫХ ПОТЕРЬ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ ПРИ РАЗНЫХ УРОВНЯХ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

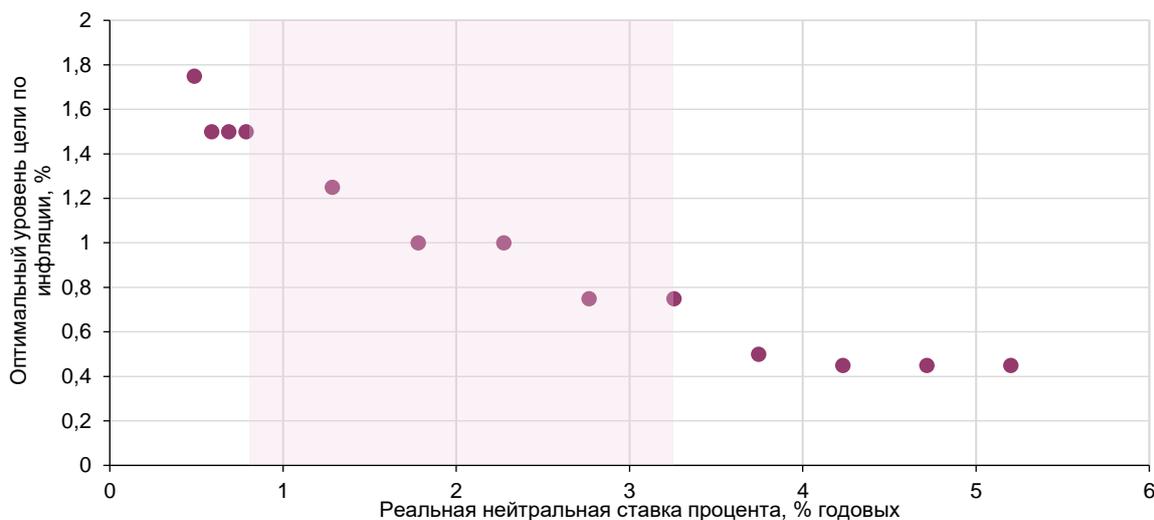


Источник: Глазова (2023).

В работе Глазова (2023) также обсуждается вопрос влияния величины нейтральной реальной процентной ставки на выбор оптимального уровня цели по инфляции. Теория предсказывает следующую зависимость. Учитывая, что номинальная процентная ставка представляет собой сумму реальной ставки и инфляции, чем выше нейтральная реальная ставка, тем при прочих равных более низкий уровень цели по инфляции может быть допустим без изменения вероятности нахождения на ZLB. На основе симуляций в работе Глазова (2023) эмпирически подтверждается такая зависимость (рис. 5). Кроме того, в исследовании показано, что для интервала реальной нейтральной процентной ставки 1–3%⁸ годовых оптимальный уровень цели по инфляции варьируется от 0,75 до 1,5% (рис. 5).

⁸ Оценка по широкому набору российских и зарубежных исследований. Текущая оценка Банком России уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки в российской экономике – 1–2% годовых (см. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов).

РИСУНОК 5. ОЦЕНКИ ОПТИМАЛЬНОГО УРОВНЯ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ ПРИ РАЗНЫХ УРОВНЯХ РЕАЛЬНОЙ НЕЙТРАЛЬНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ



Источник: Глазова (2023).

Второе. Колебания относительных цен в России существенно уменьшались по мере стабилизации инфляции на цели вблизи 4%. Однородность инфляции в разрезе компонентов потребительской корзины является важной составляющей ценовой стабильности, вклад в которую эффективная ДКП в рамках ИТ вносит в том числе через закоривание инфляционных ожиданий различных участников экономики на выбранном уровне цели. Так, до начала 2021–2022 г. роль общего для динамики цен на отдельные товары и услуги фактора устойчиво снижалась, указывая на все более естественный (то есть складывающийся в результате действия специфических для отдельных отраслей экономики факторов) характер формирования инфляции при снижении ее уровня в годы ИТ (подробнее см. Приложение 2).

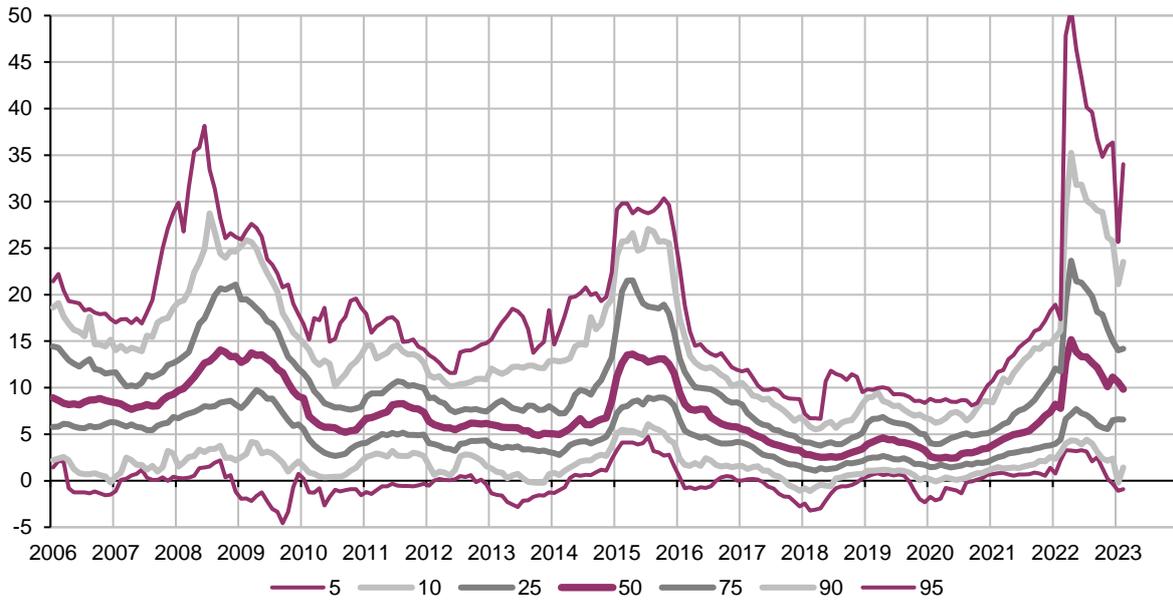
Однако следует отметить, что доля дисперсии ценовой динамики в России, обусловленная общим фактором (первой главной компонентой), составлявшая минимум около 50% в конце 2020 г. (рис. 3 в Приложении 2), оставалась весьма высокой относительно схожих оценок для отдельных стран (менее 30% в последние годы в США и Мексике⁹) с более низкими уровнями целей. С учетом наличия тенденции к сокращению ценовой дисперсии при снижении инфляции в 2017–2019 г. (рис. 6) имеется пространство для уменьшения издержек инфляции для российской экономики за счет ее закрепления на более низком уровне.

Кроме того, если устойчивое снижение цен на широкий круг товаров и услуг пагубно для экономики, то динамика индивидуальных цен (в том числе их снижение) может носить структурный характер, отражая, например, изменение потребительских привычек, появление товаров-заменителей, внедрение новых технологий в процесс производства отдельных видов продукции и так далее. При этом, поскольку ДКП воздействует на совокупный спрос, стремление не допустить снижения цен в отдельных отраслях экономики может быть не в полной мере оптимальным с макроэкономической точки зрения, общего уровня благосостояния.

Вместе с тем необходимо иметь в виду, что события 2022 г., возросшая неопределенность внешних условий и связанный с этим процесс значительной структурной перестройки экономики могут потребовать более значимых сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте. Требуется взвешенный подход к оценке того, в какой мере уровень цели по инфляции, которая будет действовать на протяжении этого времени, будет соразмерен желаемой гибкости подстройки относительных цен вследствие этих обстоятельств.

⁹ См. [Borio et al. \(2023\)](#).

РИСУНОК 6. ПЕРСЕНТИЛИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН (%)



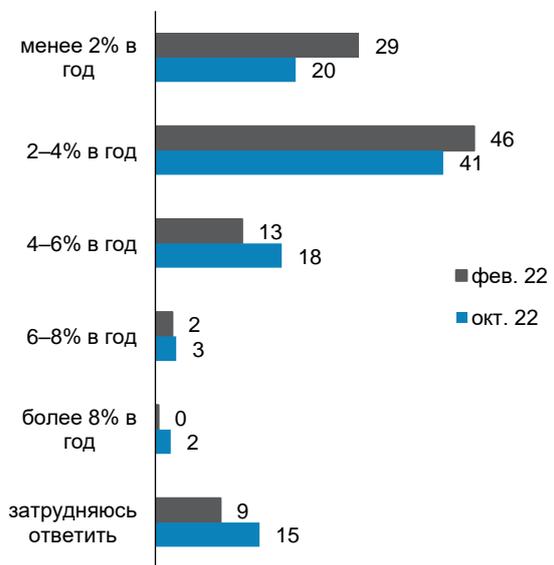
Примечание. Распределение ценовых приростов приведено без учета волатильных цен на отдельные виды продуктов питания, услуги зарубежного туризма и авиаперелеты.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

РИСУНОК 7. ПРИЕМЛЕМЫЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ НАСЕЛЕНИЯ (% ОПРОШЕННЫХ)



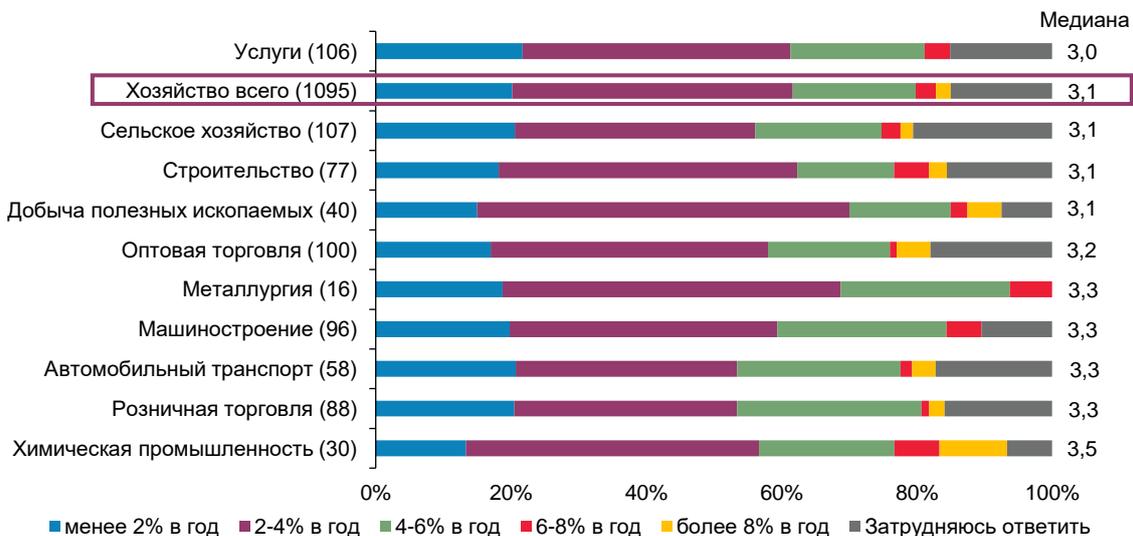
Примечание. Ответ на вопрос: «А какой уровень инфляции кажется вам приемлемым – то есть таким, при котором вы можете строить долгосрочные финансовые планы, принимать серьезные финансовые решения о покупках, кредитах, сбережениях, не особо задумываясь о росте цен?».
Источник: ООО «инФОМ».

РИСУНОК 8. КОМФОРТНЫЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА (% ОТ ОТВЕТВИШИХ)



Примечание. Ответ на вопрос: «Какой уровень инфляции кажется вам комфортным для ведения бизнеса?».
Источник: мониторинг предприятий, проводимый Банком России.

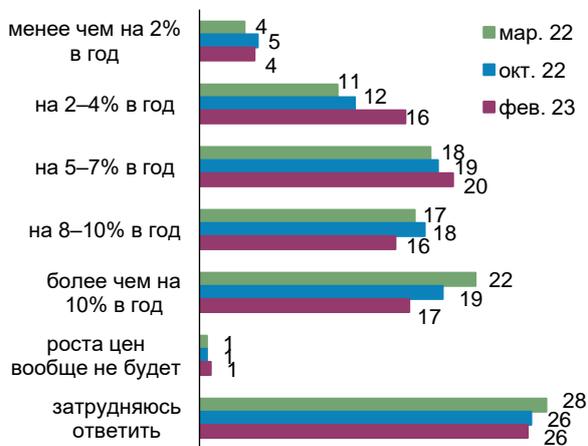
РИСУНОК 9. КОМФОРТНЫЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ (%)



Примечание. В скобках – количество опрошенных предприятий в составе отрасли.
 Источник: мониторинг предприятий, проводимый Банком России (октябрь 2022 г.).

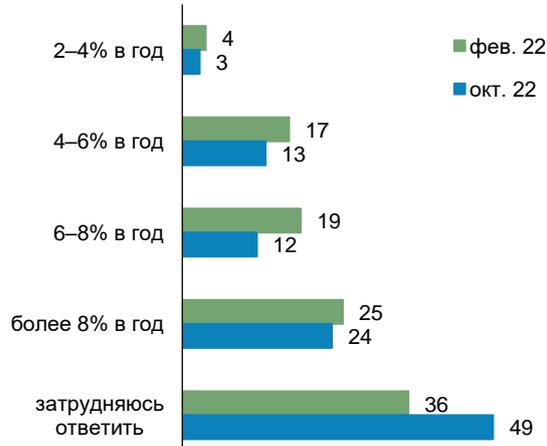
В контексте колебаний относительных цен важно, чтобы таргетируемый центральным банком уровень цели по инфляции соотносился с общим представлением экономических агентов о «комфортном» для них уровне инфляции в экономике. «Комфортный» уровень инфляции означает, что колебания цен перестают оказывать значимое влияние на экономические решения граждан и бизнеса (как долгосрочные, так и текущие). Как показывают опросы ООО «инФОМ» и мониторинг предприятий, проводимый Банком России, инфляция на уровне 4% или ниже соответствует ощущению «комфортного» уровня в восприятии большей части граждан и предприятий (рис. 7, 8, 9). Это является важным аргументом в пользу того, что любое изменение уровня цели по инфляции, если такое изменение будет предпринято, возможно только в сторону снижения уровня цели.

РИСУНОК 10. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ НА 3 ГОДА ВПЕРЕД (%)



Источник: ООО «инФОМ».

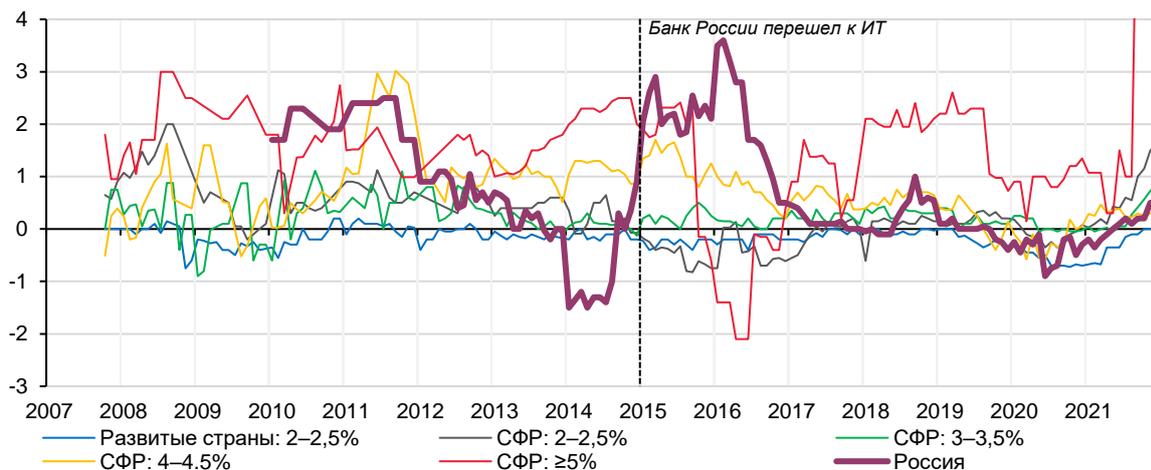
РИСУНОК 11. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ НА 3 ГОДА ВПЕРЕД (% ОТ ОТВЕТВИШИХ)



Источник: мониторинг предприятий, проводимый Банком России.

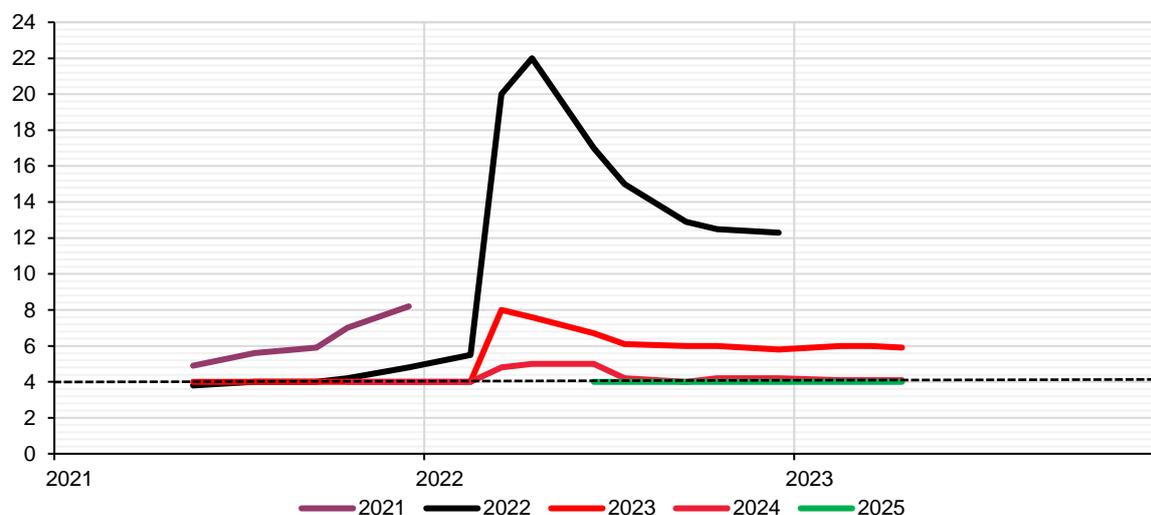
Третье. За годы ИТ Банк России сделал значительный шаг вперед в повышении доверия к ДКП. Хотя инфляционные ожидания населения и предприятий остаются незаякоренными (рис. 10, 11) и чувствительными к влиянию разовых факторов, с 2017 г. сделаны большие успехи в заякоривании ожиданий аналитиков. В России оценки заякоренности инфляционных ожиданий профессиональных участников рынка лучше даже по сравнению с группами стран-ИТ с более низкими целями (рис. 12). Более того: даже в условиях значительных проинфляционных шоков 2022 г. аналитики сохраняют уверенность в возвращении инфляции к цели «вблизи 4%» на долгосрочном горизонте (рис. 13).

РИСУНОК 12. РАЗМЕР ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ АНАЛИТИКОВ ОТ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ (П.П.)



Примечание. На рисунке показаны медианные значения отклонений инфляционных ожиданий профессиональных аналитиков от целей по инфляции внутри подгрупп стран-ИТ с разными уровнями целей и с учетом пересмотров этих целей на истории. В качестве метрики инфляционных ожиданий используются консенсус-прогнозы Bloomberg на 12 месяцев вперед. В России в 2010–2014 гг. (до перехода к ИТ) за целевое значение условно принята середина прогнозного интервала по инфляции на следующий календарный год, взятая из ежегодно публикуемых Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики. В 2015–2016 гг. используется середина прогнозного интервала на следующий календарный год, учитывая проходивший в России постепенный процесс дезинфляции (снижение годовой инфляции до 4% к концу 2017 г.).
Источники: Bloomberg, сайты центральных банков.

РИСУНОК 13. ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ АНАЛИТИКОВ ИЗ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ОПРОСА БАНКА РОССИИ (%)



Примечание. На рисунке показано изменение медианы ожиданий профессиональных аналитиков по годовой инфляции на конец соответствующего года.
Источник: макроэкономический опрос Банка России.

Инфляционные ожидания населения, как показывают многочисленные исследования и практика в мире, в значительной мере адаптивны и формируются выше фактических уровней целей – даже в странах с продолжительным и успешным опытом ИТ (Приложение 4). С учетом этого таргетирование более низкого уровня цели по инфляции может не являться препятствием. Инфляционные ожидания реального сектора будут следовать за динамикой фактической инфляции.

Одновременно следует иметь в виду, что восприятие населением и предприятиями «комфортного» для себя уровня инфляции на уровне 4% или ниже может само по себе создавать проблему для устойчивого снижения и закоривания инфляционных ожиданий в России, поскольку инфляция выше 4% не воспринимается большинством экономических агентов в качестве комфортной.

Четвертое. Проблема ELB, как и проблема ZLB, не представляется значимой для российской экономики при выборе уровня цели по инфляции в современных условиях. Как упоминалось ранее, ZLB является частным случаем более общего понятия ELB. Механизм его воздействия на возможности проведения ДКП в общем приближении совпадает с ZLB. Однако если в случае развитых стран ZLB и ELB совпадают и находятся вблизи нуля, то в большинстве СФР ELB может формироваться выше нуля. Это во многом объясняется проблемой валютизации и меньшим доверием экономических агентов к финансовым системам в этой группе стран по сравнению с развитыми странами.

Это прежде всего означает, что в СФР снижение ключевой ставки ниже ELB может создавать риски для финансовой стабильности и в случае значимого ухудшения состояния финансового сектора экономики приводить к ужесточению денежно-кредитных условий, а не к их смягчению (несмотря на снижение ключевой ставки). В этих условиях пространство для стандартной ДКП в СФР будет ограничиваться снизу не ZLB, а именно более высоким уровнем ELB, что в теории может влиять на выбор уровня цели по инфляции.

Однако существует несколько аргументов, почему ELB может в целом выступать менее значимым ограничением, чем ZLB. Во-первых, поскольку ELB является ненаблюдаемой величиной, ее оценки в действительности могут быть только косвенными. В частности, попытка оценить, насколько отдельные центральные банки СФР были ограничены в проведении стимулирующей ДКП в 2020–2021 гг., выявила, что отдельные страны могли приостанавливать снижение ключевых ставок в цикле смягчения ДКП на уровнях выше, чем рекомендовало оцененное для них правило Тейлора (Приложение 3). С одной стороны, это можно интерпретировать как проявление ограничения со стороны ELB, учитывая в том числе коммуникацию центральных банков СФР (Чили, Бразилия) и оценки аналитиков (Мексика) за тот период. С другой стороны, это могло на самом деле отражать эффекты циклического «пересмягчения» ДКП или переоценки центральными банками дезинфляционных рисков на прогнозе с учетом высокой неопределенности в развитии ситуации в экономике.

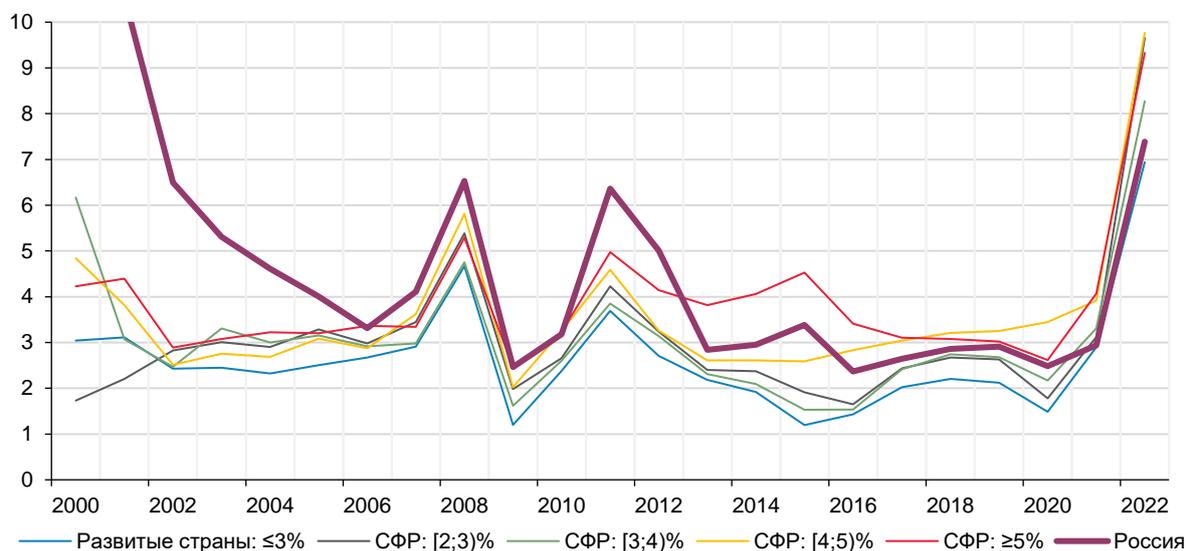
Во-вторых, следует также отметить, что по своей сути ELB для СФР не является экзогенной и неизменной во времени величиной. По мере накопления доверия и повышения устойчивости экономик СФР, в том числе за счет повышения эффективности политики по обеспечению финансовой стабильности, уровень ELB может снижаться, обеспечивая дополнительное пространство для смягчения ДКП. Об этом особенно свидетельствует опыт центральных банков Чили, Польши и Венгрии, снизивших ставки до околонулевых уровней в 2020 г. и даже применявших нетрадиционные инструменты ДКП для недопущения продолжительного отклонения инфляции вниз от цели в период кризиса, вызванного пандемией COVID-19.

Что же касается России, то исторически минимальный уровень ключевой ставки в 4,25% годовых, достигнутый Банком России в цикле снижения на фоне пандемии COVID-19 в 2020 г., не попадает под критерии ELB по нескольким причинам:

- (1) В 2020 г. снижение ключевой ставки в России ниже 4,25% допускалось профессиональным сообществом. Однако оно не произошло вследствие более быстрого, чем ожидалось, восстановления экономики и снижения рисков отклонения инфляции вниз от цели.
- (2) После 2015 г. валютизация российской экономики снижалась, а введение внешних финансовых ограничений в 2022 г. ускорило этот процесс. При этом высокими темпами в течение периода ИТ росло проникновение финансовых технологий.
- (3) Незаякоренность инфляционных ожиданий реального сектора экономики во многом снижает вероятность достижения ELB, поскольку дезинфляционные шоки в российской экономике не будут создавать существенных рисков отклонения инфляции вниз от цели. А это, как следствие, не будет создавать риски исчерпания пространства стандартной ДКП.
- (4) Несмотря на неопределенность в экономике на фоне структурной перестройки, есть основания предполагать сохранение долгосрочной бюджетной дисциплины, доверия к банковской системе и стабилизацию инфляционных ожиданий на цели в будущем.

Пятое. Более низкий уровень цели по инфляции в России в большей степени соответствовал бы уровню инфляции в странах-ТП, даже с учетом изменения структуры внешней торговли в результате структурной перестройки экономики. За период ИТ до 2022 г. инфляция в основных странах-ТП России была ниже 4% (рис. 14). Хотя в результате структурной перестройки экономики основными странами-ТП станут в большей степени СФР, среди них основной вес будет занимать Китай с целью по инфляции 3% (рис. 15). В ближайшие годы также сохранится тренд на снижение уровней целей среди крупнейших СФР (Бразилия – 3%, Индонезия – 2,5% с 2024 г.).

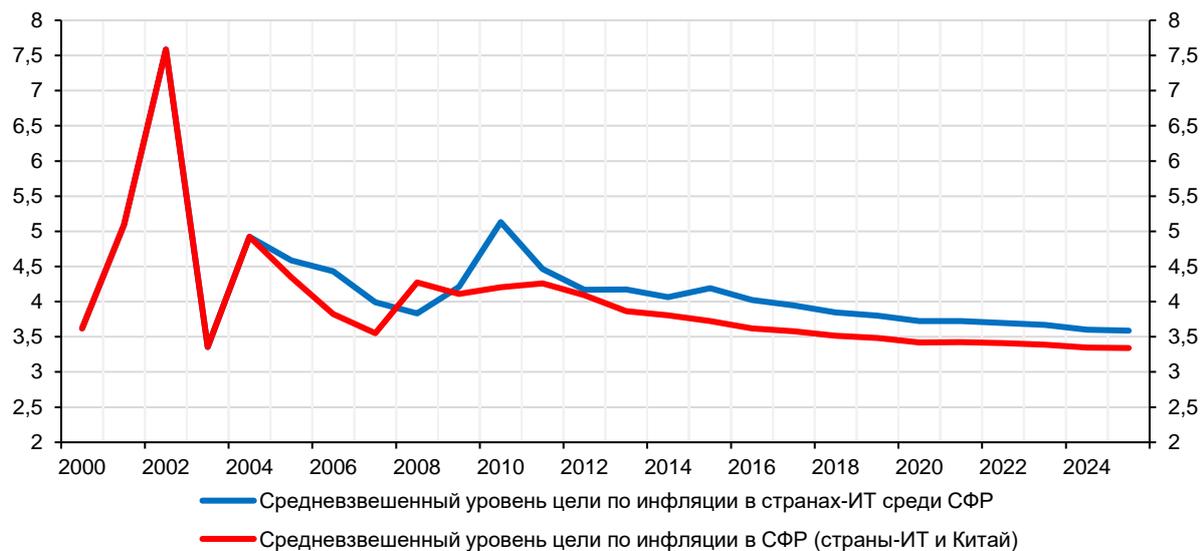
РИСУНОК 14. ИНФЛЯЦИЯ ТОРГОВЫХ ПАРТНЕРОВ ПО ГРУППАМ СТРАН-ИТ С РАЗНЫМИ УРОВНЯМИ ЦЕЛЕЙ (%)



Примечание. На рисунке показаны медианные значения уровня инфляции торговых партнеров внутри групп стран-ИТ с разными уровнями целей по инфляции, а также средневзвешенный уровень фактической инфляции торговых партнеров России. При группировке учитываются исторические пересмотры уровней целей в тех странах-ИТ, где такие пересмотры были. За цель принимается объявленное точечное значение, в том числе в случае использования типа цели в виде точки с диапазоном отклонений. Если цель по инфляции задана только в виде целевого диапазона, в качестве цели используется его середина. Уровень инфляции торговых партнеров рассчитывается путем взвешивания уровня инфляции стран-ТП (в том числе не стран-ИТ) на доли этих стран в общем объеме импорта товаров в конкретную страну-ИТ за соответствующий год. Уровень инфляции торговых партнеров рассчитывается путем взвешивания уровня инфляции стран – торговых партнеров (в том числе стран, не таргетирующих инфляцию) на доли этих стран в общем объеме импорта товаров в конкретную страну-ИТ за соответствующий год.

Источники: МВФ, Всемирный банк WITS, сайты статистических служб рассматриваемых стран, сайты центральных банков, расчеты авторов.

РИСУНОК 15. УРОВНИ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ СРЕДИ СФР (%)

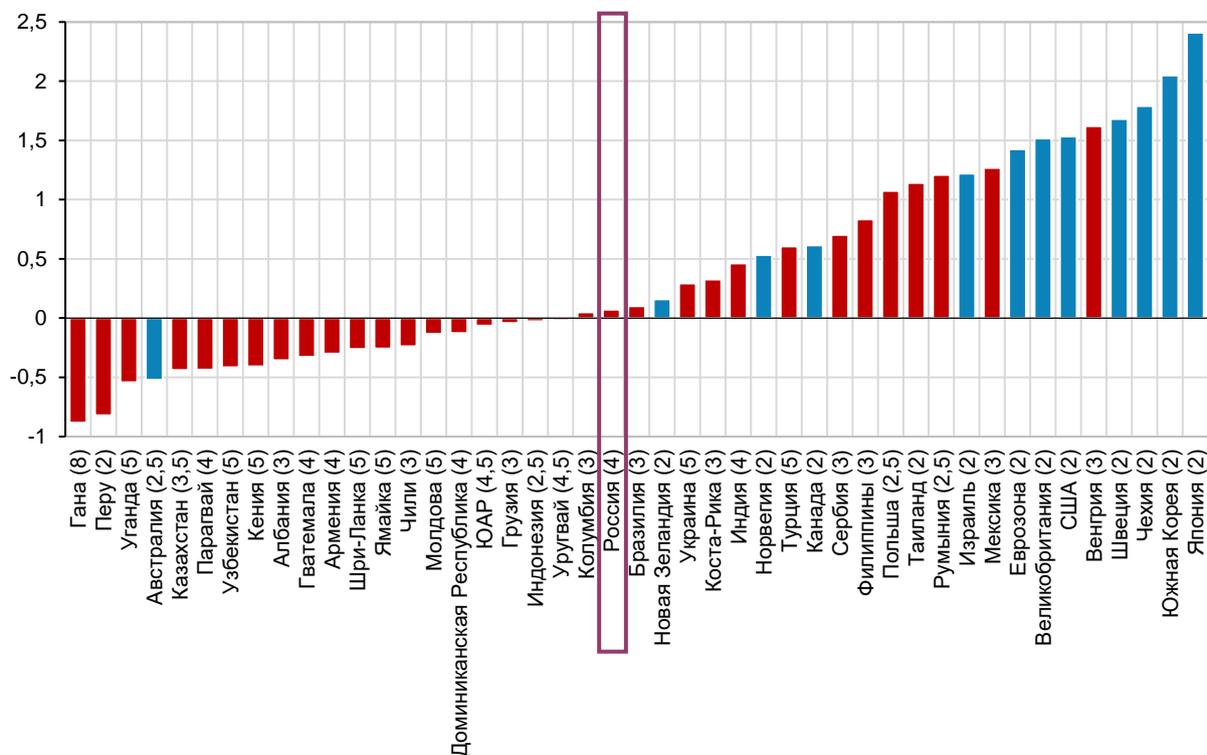


Примечание. Для расчета средневзвешенного уровня цели по инфляции используются веса, рассчитанные с учетом размера ВВП страны по паритету покупательной способности (ППП) за соответствующий год. Веса рассчитываются среди стран-ИТ с учетом изменения их количества на истории, за 2023–2025 гг. используются прогнозы ВВП по ППП из World Economic Outlook. Китай отдельно добавляется к выборке стран-ИТ среди СФР ввиду размера экономики и лишь в иллюстративных целях. Официально Народный банк Китая не проводит ДКП в рамках режима ИТ, однако в ежегодном докладе Правительства Китая устанавливается целевой ориентир на текущий календарный год. С 2015 г. этот целевой ориентир составляет 3%.

Список стран-ИТ среди СФР: Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай, Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка, Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан, Турция, Украина, Россия, ЮАР, Сейшелы, Гана, Уганда, Кения.

Источники: сайты центральных банков, World Economic Outlook (октябрь 2022 г.), AREAER (2021 г.), ежегодные доклады о работе Правительства Китая (2005–2023 гг.), расчеты авторов.

РИСУНОК 16. СРЕДНИЙ ИНДЕКС СЛОЖНОСТИ ЭКОНОМИКИ ЕСІ ДЛЯ СТРАН-ИТ (П.)



Примечание. Индекс ЕСІ усреднен за 2018–2020 годы. Синим цветом выделены развитые страны, красным – СФР. В скобках указаны уровни целей по инфляции для каждой страны (региона).

Источнику: Atlas of Economic Complexity (the Growth Lab at Harvard University), расчеты авторов.

Шестое. По набору структурных особенностей экономики и степени ее диверсифицированности Россия не сильно отличается от стран-ИТ с более низкими уровнями целей (рис. 16). Как показали модельные оценки в работе Мещеряков et al. (2023), фактор сложности экономики не оказывает какого-либо повышательного влияния на уровень цели в России. В конечном итоге многое зависит от последовательности самой ДКП, а также общей приверженности макроэкономической стабильности.

Хотя проведенный анализ в целом говорит о наличии условий для снижения уровня цели по инфляции в России, не менее важным, как было показано выше при рассмотрении международного опыта, является и то, как этот процесс организуется. Минимизировать возможные издержки перехода к более низкому уровню цели для российской экономики может следующее:

- (1) Объявление о снижении уровня цели должно осуществляться заблаговременно, то есть до фактического снижения (вероятно, за несколько лет). Это позволит обеспечить плавность перехода и заблаговременную подстройку инфляционных ожиданий. В случае России переход должен учитывать и процесс структурной перестройки экономики, активная фаза которого приходится на 2022–2023 годы.
- (2) Важную роль играет последовательность самой ДКП. Открытость центрального банка, понимание обществом его приверженности ценовой стабильности, заблаговременная коммуникация возможного снижения уровня цели обеспечат необходимую гладкость перехода. Значительный рост доверия за годы ИТ к ДКП Банка России, в первую очередь со стороны профессионального сообщества, создает необходимые условия для обеспечения такой гладкости.
- (3) Не менее важным для минимизации издержек является координация действий Правительства и Банка России. Это в первую очередь касается учета Правительством целевого уровня инфляции при формировании параметров бюджетной политики. Также, поскольку регулируемые цены занимают примерно 25% потребительской корзины ИПЦ, требуется заблаговременная адаптация нормативно-правовой базы, устанавливающей принципы индексации регулируемых цен. Это позволит избежать необходимость проведения более жесткой ДКП для стабилизации инфляции на более низком уровне (за счет других компонентов).

Рассчитанный в работе Глазова (2023) коэффициент потерь (Sacrifice Ratio – SR), показывающий краткосрочные потери по выпуску при переходе к новому уровню цели в России, оказался достаточно низким в сравнении с развитыми странами: еврозоной, США и Великобританией. Кроме того, долгосрочные положительные эффекты для российской экономики от более низкого уровня цели могут частично или даже полностью нивелировать краткосрочные издержки. Более низкий уровень цели по инфляции через фактическое снижение инфляции в экономике может повысить закоренность инфляционных ожиданий, общее доверие к ДКП, снизить волатильность выпуска, общий уровень долгосрочных процентных ставок в экономике. В этих условиях ДКП может стать более эффективной.

2.4. Мировой опыт снижения уровней целей по инфляции

В отличие от проблемы выбора уровня цели по инфляции цели вопрос пересмотра этого уровня в дальнейшем фактически не освещается в современных академических исследованиях и лежит в основном в практической плоскости. На практике в странах-ИТ имеется мало примеров снижения уровней среднесрочных целей по инфляции, то есть на этапе после завершения периодов дезинфляции. В работе Кузьмина et al. (2023а) был впервые проанализирован опыт таких изменений в 9 странах-ИТ: 3 развитых странах (Норвегия, Великобритания, Южная Корея)

и 6 СФР (Перу, Филиппины, Бразилия, Сербия, Таиланд, Уругвай). Анализ авторов показал, что единого подхода к тому, когда и как может или должен пересматриваться целевой уровень инфляции, на настоящий момент не выработано, и подобные решения принимаются центральными банками скорее на дискреционной основе, то есть с учетом специфических для каждой страны условий. Однако авторы сформулировали и общие выводы на основе рассмотренных примеров.

Во-первых, на практике при принятии решения о снижении уровня цели по инфляции центральные банки учитывают не только уже сформировавшиеся в национальной экономике изменения, но также и ожидаемые в будущем положительные эффекты, которые более низкая инфляция будет иметь для общественного благосостояния. Это, в частности, повышение доверия к национальной валюте и снижение долгосрочной стоимости внутренних заимствований.

Во-вторых, переход к новой цели по инфляции может быть наиболее органичным для экономики при сочетании ряда предпосылок:

- (1) Сформированного высокого уровня доверия к центральному банку и упреждающей коммуникационной подготовки общества к возможному пересмотру целевого уровня (с помощью объявления цели за несколько лет до перехода, широкой общественной дискуссии или практики регулярного проведения обзора параметров ИТ);
- (2) Устойчивого тяготения экономики к более низкому уровню инфляции под влиянием объективных внутренних и внешних факторов;
- (3) Эффективной координации центрального банка с правительством в части как стратегических, так и тактических – регулирование тарифов и администрируемых цен, адаптация законодательства – аспектов.

Соблюдение выделенных условий позволяет минимизировать или полностью исключить возможные издержки адаптации участников экономики к новому среднесрочному ориентиру по инфляции и необходимость в дополнительной корректировке направленности ДКП на переходном этапе для стабилизации инфляции на новом уровне.

Рассмотренный в работе Кузьмина et al. (2023a) опыт также показывает, что определяющее влияние на ожидания и настроения населения и бизнеса оказывает не сам по себе пересмотр уровня цели по инфляции, а то, насколько эффективно центральный банк сможет обеспечить соответствие фактической инфляции этому новому уровню, то есть «качество» достижения этого нового уровня. В связи с этим большое значение для успешного перехода к новой цели по инфляции играет выбор реалистичного ориентира, соответствующего уровню развития экономики и инфляционным целям сопоставимых стран, а также удачного момента для реализации этого шага, когда вероятность существенных внешних и внутренних шоков является по возможности низкой.

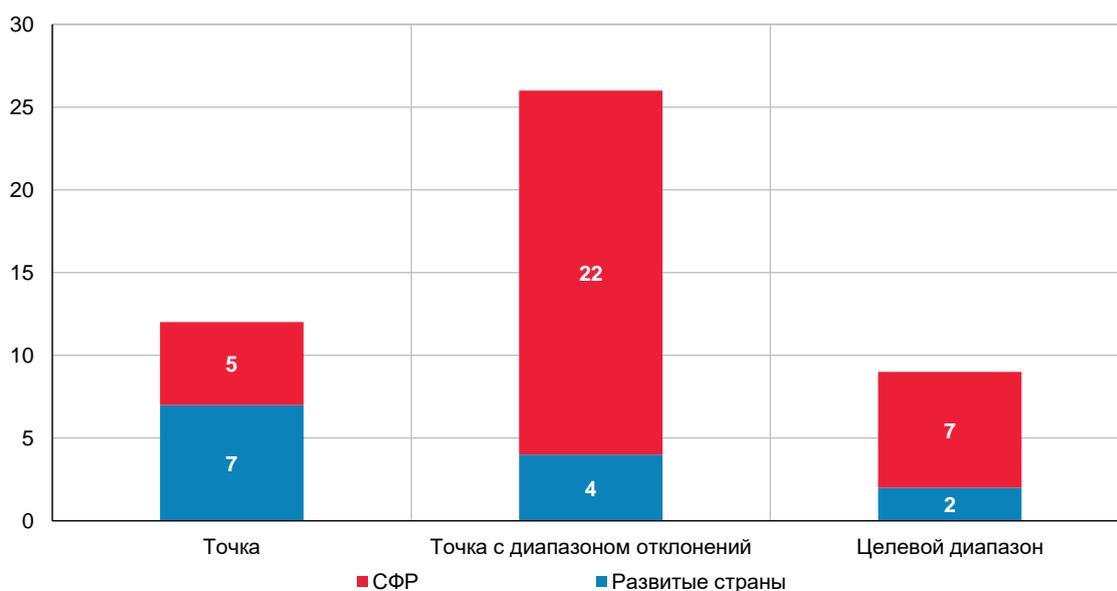
3. Тип цели по инфляции

3.1. Типы целей по инфляции, их преимущества и недостатки

Тема выбора формы представления цели по инфляции (в виде точки или диапазона) гораздо менее изучена в академической литературе и меньше освещена в практике ДКП в мире, нежели тема выбора уровня цели по инфляции. Однако она представляет не меньшую важность с точки зрения обеспечения эффективности ДКП в условиях ИТ. При выборе типа цели по инфляции можно в целом говорить о трех ключевых критериях его оптимальности (см., например, ECB Occasional Paper Series, 2021). В первую очередь тип цели по инфляции должен укреплять уверенность общества в приверженности центрального банка ценовой стабильности, что в итоге будет обеспечивать **эффективность ДКП в закоривании инфляционных ожиданий**. Одновременно с этим любая экономика периодически сталкивается с различными про- или дезинфляционными шоками, которые приводят к колебаниям экономической активности и цен. В этих условиях тип цели по инфляции должен обеспечивать **достаточную степень гибкости для ДКП**, не требуя реакции на все колебания цен и позволяя **стабилизировать экономику в случае реализации шоков**. Последнее важно в контексте того, что устойчивая стабилизация инфляции на цели невозможна без эффективного сглаживания реального делового цикла.

С начала 1990-х гг. в странах-ИТ получили распространение три основных типа цели по инфляции: точка, точка с диапазоном отклонений и целевой диапазон. На сегодняшний день в большинстве стран-ИТ (рис. 17) доминирует тип точки с диапазоном допустимых отклонений. Менее всего распространен целевой диапазон. В развитых странах центральные банки чаще выбирают точку, а в СФР – точку с диапазоном отклонений. При этом типы целей с диапазоном в СФР в среднем шире, чем в развитых странах.

РИСУНОК 17. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДЕЙСТВУЮЩИХ ТИПОВ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ В МИРЕ, ЕД.



Источник: Магжанов, Мещеряков (2023).

Каждый из трех типов цели по инфляции имеет свои специфические особенности. Их в целом можно суммировать следующим образом:

- 1) **Точка** – это тип цели, при котором центральный банк стремится удерживать инфляцию вблизи некоторого выбранного уровня. При этом таргетирование цели по инфляции в виде точки так или иначе предполагает наличие неявного диапазона значений вокруг нее, которые центральный банк считает соответствующими цели. Для того чтобы подчеркнуть это, центральные банки на практике, как правило, используют оговорку «вблизи» в формулировке цели.
- 2) **Точка с диапазоном отклонений** – это тип цели, при котором центральный банк таргетирует точку, но также количественно и явно определяет те значения инфляции вокруг точки, которые он, как правило, не считает отклонением от цели. На практике центральные банки, использующие тип цели по инфляции в виде точки с диапазоном отклонений, чаще всего трактуют диапазон отклонений как диапазон неопределенности, подчеркивая, в частности, естественность колебаний (относительных) цен в экономике, лаговое влияние ДКП на динамику инфляции.
- 3) **Целевой диапазон** – это тип цели, при котором центральный банк в общем приближении определяет множество эквивалентных, или равнозначных, значений инфляции, каждое из которых может считаться соответствующим цели.

На практике, однако, как показано в работе Магжанов, Мещеряков (2023), разделение между типами целей не столь однозначно. Это касается примеров таких стран-ИТ, как Австралия, Исландия, Великобритания, Южная Корея или ЮАР. Резервный банк Австралии (РБА), переходя к ИТ в 1993 г., выбрал в качестве цели диапазон 2–3%. Хотя на первый взгляд этот тип является целевым диапазоном, официально РБА считает свою цель «широкой точкой». То есть в долгосрочной перспективе инфляция должна в среднем находиться внутри этого диапазона, но границы диапазона отнюдь не показывают границы желаемых РБА колебаний инфляции. Резервный банк ЮАР, который с 2002 г. таргетирует довольно широкий даже для СФР целевой диапазон 3–6%, с 2017 г. из-за проблемы с закориванием инфляционных ожиданий профессиональных участников финансового рынка на верхней границе диапазона начал активно в своей официальной коммуникации доносить мысль, что целится в точку 4,5% внутри этого диапазона, не меняя при этом самого типа цели. Банк Англии и Центральный банк Исландии таргетируют точки 2 и 2,5% соответственно. Однако формально согласованная с правительствами указанных стран цель предполагает наличие диапазонов отклонений (± 1 п.п. в Великобритании и $\pm 1,5$ п.п. в Исландии). Наконец Банк Кореи с 2016 г. таргетирует точку 2% при наличии отдельно формализованного критерия отклонения инфляции от цели, учитывающего аспекты не только размера ($\pm 0,5$ п.п.), но и продолжительности отклонения инфляции от точки¹⁰.

С точки зрения анализа преимуществ и недостатков типов цели по инфляции, можно в целом сказать, что в академической литературе нет какого-то однозначного консенсуса относительно того, какой из трех типов целей лучше соответствует упомянутым выше критериям оптимальности. Так, среди преимуществ точки можно отметить ее простоту в коммуникации и большую понятность экономическим агентам. Кроме того, тип цели без диапазона может снижать чувствительность экономических агентов к колебаниям цен. Это в теории создает условия для более эффективного закоривания инфляционных ожиданий. Однако, как уже упоминалось, академические исследования не склонны отдавать пальму первенства в этом вопросе точке. Типы цели с диапазоном могут также укреплять доверие через формирование

¹⁰ Согласно официальной коммуникации, Банк Кореи предполагает, что инфляция отклоняется от цели, если она отклоняется вверх или вниз от 2% более чем на 0,5 п.п. в течение 6 последовательных месяцев (If inflation moves away from the target by more than 0.5 percentage point in either direction for six consecutive months). Похожие по смыслу критерии отклонения инфляции от цели есть и в некоторых странах-ИТ, где центральные банки используют типы цели по инфляции с диапазонами (Индия, Сербия, Таиланд).

четких границ достижения или отклонения инфляции от цели, а также более явное укрепление в обществе мысли о естественности колебаний цен в экономике.

Что касается недостатков, то типы цели с диапазоном имеют явные риски закоривания инфляционных ожиданий на границах цели, о чем в том числе свидетельствует опыт ЮАР. Типы цели с диапазоном также требуют дополнительных коммуникационных усилий со стороны центрального банка по разъяснению функции реакции ДКП применительно к выходу за пределы границ диапазона. Более того, типы с диапазоном не позволяют решить проблему продолжительности отклонения инфляции от цели за счет разовых про- или дезинфляционных шоков, влияние которых может исчерпываться на горизонте нескольких месяцев. Наконец целевые диапазоны (без точек) создают проблемы для среднесрочного прогнозирования, поскольку современный модельный аппарат не может учитывать множественное равновесие по инфляции в экономике.

Хотя точка также имеет проблему неопределенности того, какие значения инфляции вблизи нее соответствуют цели, а какие – нет, центральные банки на практике склонны все-таки считать, что типы цели с точкой лучше справляются с закориванием инфляционных ожиданий, а также имеют достаточную степень гибкости.

3.2. Факторы, влияющие на выбор «ширины» цели по инфляции

Отдельный важный сюжет – это определение факторов, которые могут влиять на выбор теми или иными странами-ИТ различных конструкций типов цели по инфляции. Комплексно данная проблема на уровне анализа официальной коммуникации и эконометрических оценок была изучена в работе Магжанов, Мещеряков (2023). Авторы исследования, в частности, впервые в академической литературе ввели понятие «ширины» цели по инфляции, объединяющее сразу два аспекта: непосредственно выбор типа цели по инфляции и выбор ширины диапазона цели (в случае если уже используется тип цели с диапазоном).

На практике не так много стран комментируют причины выбора той или иной «ширины» цели по инфляции или ее изменения¹¹. Зачастую такие изменения становились сопутствующими в связи с пересмотром уровня цели по инфляции. Среди имеющейся официальной аргументации (Приложение 5) можно увидеть, что центральные банки вводили диапазоны для обеспечения дополнительной гибкости ДКП, подчеркивания естественности колебаний инфляции, добавления четкого количественного критерия оценки ДКП, а также на этапе перехода к поддержанию среднесрочной цели по инфляции. Наоборот, отказ от диапазонов (или добавление точек в целевые диапазоны) объяснялся стремлением продемонстрировать дополнительную приверженность ценовой стабильности и повысить закоренность инфляционных ожиданий. Если же говорить о сужениях или расширениях диапазонов, то случаи сужения диапазонов были в основном также связаны со стремлением продемонстрировать дополнительную приверженность ценовой стабильности, но одновременно и со стремлением ограничить риски дефляции в экономике, с завершением периодов дезинфляции (и переходом к поддержанию среднесрочной цели по инфляции). Расширения диапазонов в основном происходили для повышения гибкости ДКП и зачастую вследствие реализации временных проинфляционных шоков.

Анализ официальной коммуникации в странах-ИТ, хотя и формирует некоторое представление о причинах выбора той или иной «ширины» цели по инфляции, требует дополнительной оценки значимости различных факторов на уровне эмпирических данных. В

¹¹ То есть переход от одного типа цели к другому или сужение/расширение диапазонов при сохранении типов цели с диапазонами.

работе Магжанов, Мещеряков (2023) были впервые¹² в академической литературе получены оценки ключевых факторов выбора «ширины» цели по инфляции. Для получения таких оценок авторы использовали двухшаговую модель Хекмана на данных для 43 стран-ИТ за период 1993–2020 годов. Особенность данного подхода в том, что на первом шаге (уравнение участия) процедура Хекмана оценивает вероятность выбора страной точки или типа цели с диапазоном за счет отобранных для анализа факторов, а на втором шаге (основное уравнение) – влияние факторов на изменение ширины диапазона, если на первом шаге был выбран тип цели с диапазоном. Результаты модельных расчетов в работе Магжанов, Мещеряков (2023) позволили сделать следующие выводы:

- 1) **Рост волатильности инфляции снижает вероятность выбора в стране-ИТ типа цели с диапазоном** (уравнение участия). Переход от точки к диапазону в условиях неопределенности может подорвать доверие участников рынка и общества в целом к проводимой ДКП. **Но если в стране уже был выбран тип цели с диапазоном, то увеличение волатильности инфляции будет ассоциироваться с увеличением ширины диапазона** (основное уравнение). Расширение диапазона снижает риск отклонения фактической инфляции от допустимого (с точки зрения заявленной цели). Это может ограничивать риски потери доверия.
- 2) **СФР более склонны выбирать типы цели с диапазоном, нежели точку в качестве цели.** Это может объясняться тем, что бóльшая «ширина» цели по инфляции устанавливается в условиях более волатильной макроэкономической среды, характерной для СФР.
- 3) **Участие правительства в выборе цели ассоциируется с более вероятным выбором типа цели с диапазоном.** С одной стороны, это может быть связано с законодательными процедурами подотчетности центральных банков (например, написание официального письма в правительство в случае отклонения инфляции от цели). С другой стороны, более «широкие» цели обеспечивают дополнительную гибкость для правительства при принятии решений в области бюджетной политики.
- 4) **На этапе поддержания среднесрочной цели по инфляции центральные банки склонны выбирать тип цели с диапазоном.** В периоды дезинфляции и начала формирования доверия к ДКП точка оказывается более предпочтительным типом в качестве промежуточной цели по инфляции.
- 5) **Более информационно открытые центральные банки реже выбирают диапазон в качестве цели.** Открытость (или прозрачность) центрального банка в условиях ИТ – залог доверия. При высоком уровне доверия переход от точки к более «широкому» типу цели с диапазоном маловероятен, поскольку центральный банк сможет всегда объяснить обществу причины отклонения инфляции от цели (в случае такого отклонения) и сроки ее возвращения к цели.

3.3. Тип цели по инфляции в России: ключевые выводы

Переходя к ИТ с 2015 г., Банк России выбрал тип цели по инфляции в виде точки. А в 2017 г. по мере завершения периода дезинфляции Банк России сформулировал среднесрочную цель по инфляции как ее поддержание «вблизи 4% постоянно». Свой выбор точки Банк России обосновывал непродолжительным опытом низкой и стабильной инфляции, недостаточным доверием к ДКП и повышенными инфляционными ожиданиями. Среди потенциальных рисков

¹² В упоминавшейся ранее работе Horváth, Matějů (2011) было продемонстрировано на данных для стран с типом цели с диапазоном, что более широкие диапазоны устанавливаются в более волатильной макроэкономической среде (то есть при росте волатильности инфляции). Однако, учитывая смещенность выборки, работа Horváth, Matějů (2011) не может рассматриваться в контексте анализа более комплексной проблемы выбора «ширины» цели по инфляции.

выбора типа цели с диапазоном Банк России видел вероятность восприятия верхней границы диапазона как «компромиссной» цели, а также вероятность неверного понимания функции реакции ДКП, которое может приводить к росту волатильности инфляции и процентных ставок. Идея же естественности колебаний цен в экономике и того, что инфляция не может каждый момент времени находиться ровно на 4%, транслировалась через оговорку «вблизи», как и во многих других странах-ИТ с типом цели в виде точки.

Проведенный анализ мирового опыта и результаты модельных расчетов, сравнение преимуществ и недостатков различных типов цели по инфляции позволяют в целом сделать вывод об отсутствии каких-либо весомых причин, которые обосновывали бы необходимость изменения типа цели по инфляции в России. В пользу сохранения цели в виде точки говорят следующие ключевые аргументы:

- 1) **Преыдущие причины выбора типа цели по инфляции остаются в целом актуальными.** Хотя за годы ИТ Банк России сделал значимый шаг вперед в области укрепления доверия, в том числе заякорив инфляционные ожидания профессиональных участников рынка, инфляционные ожидания реального сектора экономики остаются высокими и незаякоренными. Из-за этого риски восприятия верхней границы диапазона как «компромиссной цели» являются весомыми. Более того, как показали результаты модельных оценок, в условиях роста волатильности инфляции переход от точки к типу цели с диапазоном может иметь негативные эффекты для доверия. Последнее особенно важно в контексте значительных проинфляционных шоков 2021–2022 гг., с которыми столкнулась российская экономика.
- 2) **В академической литературе нет убедительных оснований считать, что другие типы цели более оптимальны или эффективны.** Но при этом издержки переключения от одного типа цели к другому могут быть значимыми, учитывая в том числе тот факт, что экономические агенты в России в целом адаптировались к действующему типу цели за годы ИТ.
- 3) **Высокая открытость Банка России в объяснении логики решений по ДКП и ожидаемой траектории инфляции позволяют и далее использовать точку.**
- 4) **Выбор типа цели с диапазоном может ухудшить «дисциплинированность» бюджетной политики.** Поскольку Банк России формулирует цель по инфляции самостоятельно, сохранение точки может быть более оправданным.

Сохранение типа цели в виде точки также должно сопровождаться и сохранением оговорки «вблизи». В то же время главный недостаток данной оговорки заключается в отсутствии понятного критерия оценки того, когда фактическая инфляция находится на цели, а когда – отклоняется от нее. Особенно это касается анализа результативности достижения цели по инфляции на истории. Оценку того, насколько фактическая инфляция соответствует цели, потенциально может улучшить формализация комбинированного критерия отклонения инфляции от цели, учитывающего размер отклонения и его продолжительность (по примеру Южной Кореи). Наличие такого критерия в дополнение к типу цели в виде точки может несколько уменьшить гибкость ДКП, но одновременно улучшит понимание функции реакции ДКП.

4. Показатель для таргетирования инфляции

4.1. Подходы к выбору оптимального показателя для таргетирования инфляции

Другой немаловажный сюжет, касающийся формата цели по инфляции, связан с выбором показателя инфляции, для которого устанавливается цель и который таргетирует центральный банк. Работа Кузьмина et al. (2023b) систематизировала ключевые критерии, которые учитываются центральными банками в странах-ИТ при выборе индекса для ИТ, теоретические подходы к выбору оптимального показателя для ИТ, а также раскрыла подходы к использованию различных показателей для анализа в условиях гибкого ИТ.

Выбирая целевой индекс, центральные банки ориентируются на ряд критериев, соответствие которым является залогом формирования доверия к таргетируемому показателю со стороны общества. Доверие необходимо для обеспечения эффективной работы трансмиссионного механизма ДКП и эффективного воздействия на инфляционные ожидания. К основным фундаментальным критериям, которыми руководствуются центральные банки, можно отнести следующие:

- 1) **Ценовой индекс должен быть прозрачным.** То есть методология его расчета должна быть достаточно проста и понятна для широкой общественности.
- 2) **Ценовой индекс должен быть надежным.** То есть он не должен вызывать сомнений со стороны экономических агентов с точки зрения точности его расчета на всех этапах: от сбора первичных данных до непосредственного получения оценки.
- 3) **Ценовой индекс должен быть релевантным.** То есть экономические агенты должны реально ориентироваться на него, формируя свои представления об изменении стоимости жизни; принимая решения о потреблении, сбережении и инвестировании; ведя переговоры о зарплатах; формируя бизнес-планы.

Последний критерий особенно важен, поскольку целевой индекс может оказаться вполне понятным для общества и не вызывать недоверия, но совсем не быть релевантным для широкого круга экономических агентов. Например, если это какой-то очень усеченный (или узкий) показатель. Эффективность проводимой ДКП в этой ситуации будет снижаться.

Одновременно с этим целевой индекс должен удовлетворять и более практическим требованиям: рассчитываться *независимым (от центрального банка) институтом*; публиковаться *часто, оперативно, с низкой вероятностью последующего пересмотра* и по возможности *иметь длинную историю расчетов*; соответствовать *общепринятым международным стандартам*.

С учетом упомянутых выше критериев на практике центральные банки в странах-ИТ практически едины в выборе общего ИПЦ в качестве таргетируемого показателя как наиболее известного и понятного широкой общественности индикатора изменения общего уровня цен в экономике (рис. 18).

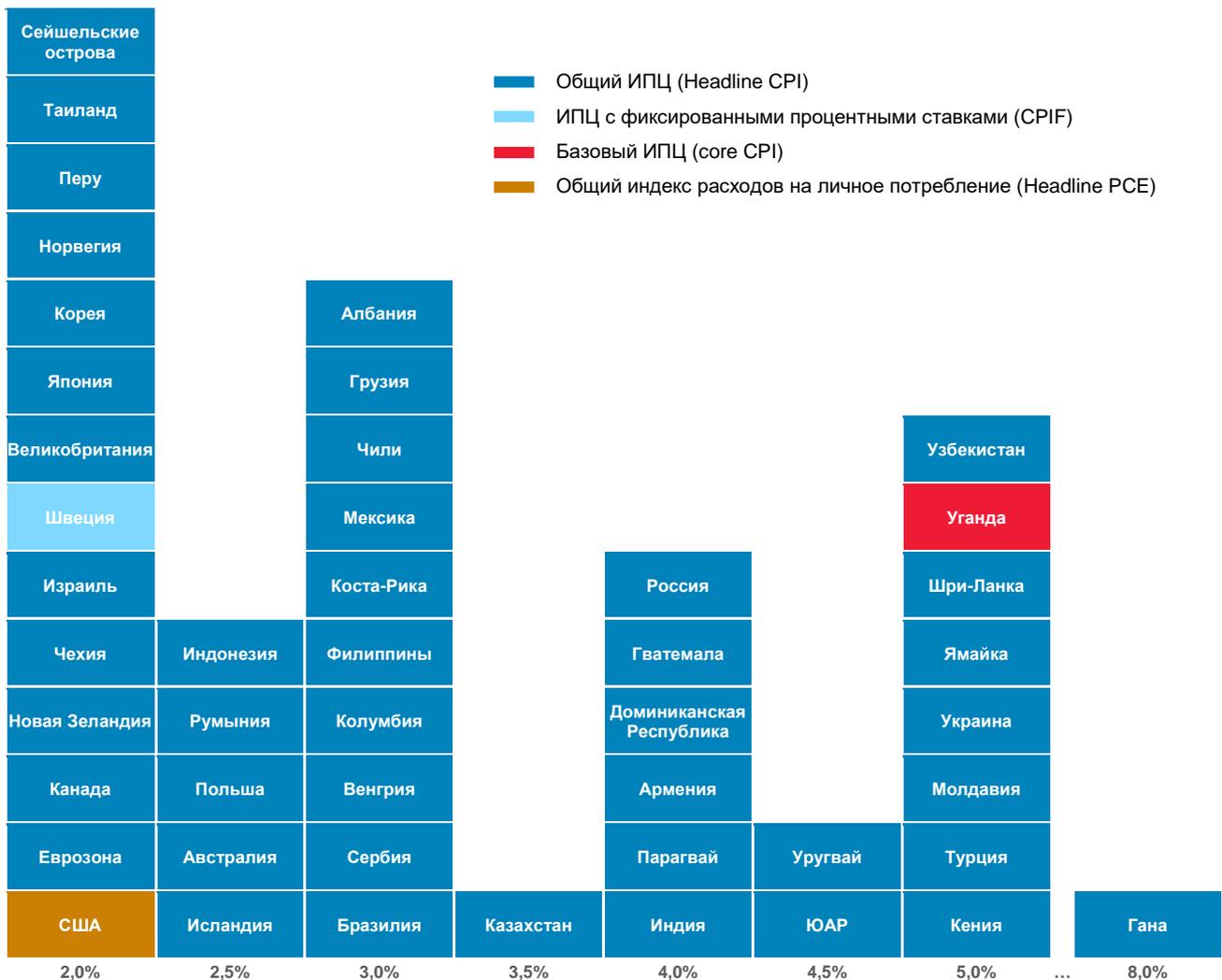
Одновременно с практикой в академической литературе существуют и альтернативные предложения, основывающиеся на различных теоретических подходах, включая концепцию *stability price index*. Они отдают предпочтение индикаторам, которые меньше подвержены влиянию разовых факторов и *лучше коррелируют с колебаниями реального делового цикла*, то есть лучше отражают устойчивое ценовое давление в экономике. Таргетирование таких индикаторов в теории может уменьшить чрезмерные колебания выпуска и безработицы. Среди набора альтернативных индикаторов в академической литературе в первую очередь называются темпы роста номинальных заработных плат, дефлятор ВВП, а также различные

показатели устойчивой инфляции, рассчитанные на основе ИПЦ (в первую очередь базовый ИПЦ).

Сегодня среди стран-ИТ только центральный банк Уганды таргетирует базовый ИПЦ. Исторически же было несколько примеров таргетирования различных устойчивых показателей, в первую очередь базового ИПЦ (Таиланд, Южная Корея, Австралия, Чехия). Однако это в основном происходило на начальных этапах ИТ. Со временем центральные банки этих стран все равно переходили к таргетированию общего ИПЦ, акцентируя внимание на его преимуществах с точки зрения прозрачности, релевантности, простоты коммуникации, опыта использования в мире.

Что же касается темпов роста номинальных заработных плат или дефлятора ВВП, то в мире не было прецедентов установления целевых ориентиров по инфляции для этих показателей. Значимыми недостатками почти всех альтернативных показателей является их меньшая понятность для общества, меньшая прозрачность, значительные лаги публикации, проблемы ретроспективных пересмотров, недоучет эффектов структурных сдвигов в экономике и так далее.

РИСУНОК 18. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СТРАН ПО ЦЕЛЕВЫМ ИНДЕКСАМ, ТАРГЕТИРУЕМЫМ ЦЕНТРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ В РАМКАХ РЕЖИМА ИТ



Примечание. В нижней строке отражены уровни целей по инфляции стран соответствующего столбца. Источник: Кузьмина et al. (2023b).

Конечно, общий ИПЦ также имеет важный недостаток, связанный с его большей волатильностью и чувствительностью к влиянию разовых факторов, которые могут «зашумлять» оценку устойчивого инфляционного давления в экономике, во многом отражающего фазу реального делового цикла. Но примирить упомянутые выше критерии оптимальности, в том числе теоретические, позволяет применение так называемого **гибкого подхода к ИТ** (Flexible Inflation Targeting). Именно ему на практике и следуют все центральные банки стран-ИТ, включая Банк России. При гибком подходе к ИТ центральный банк, как правило, не реагирует на разовые факторы изменения цен и сосредотачивается на среднесрочной динамике инфляции, стремясь в том числе сглаживать колебания деловой активности, которые влияют на устойчивое инфляционное давление в экономике. В этом случае центральный банк может без опасений выбирать общий ИПЦ в качестве таргетируемого показателя. При этом для целей анализа, принятия решений по ДКП и коммуникации любой центральный банк в рамках гибкого ИТ широко использует дополнительные ценовые показатели, позволяющие лучше выделять и доносить до широкой общественности факторы изменения инфляции, повышать качество макроэкономического прогнозирования и получать ранние сигналы формирования дисбалансов и рисков в экономике с точки зрения долгосрочной ценовой стабильности.

4.2. Показатель для таргетирования инфляции в России: ключевые выводы

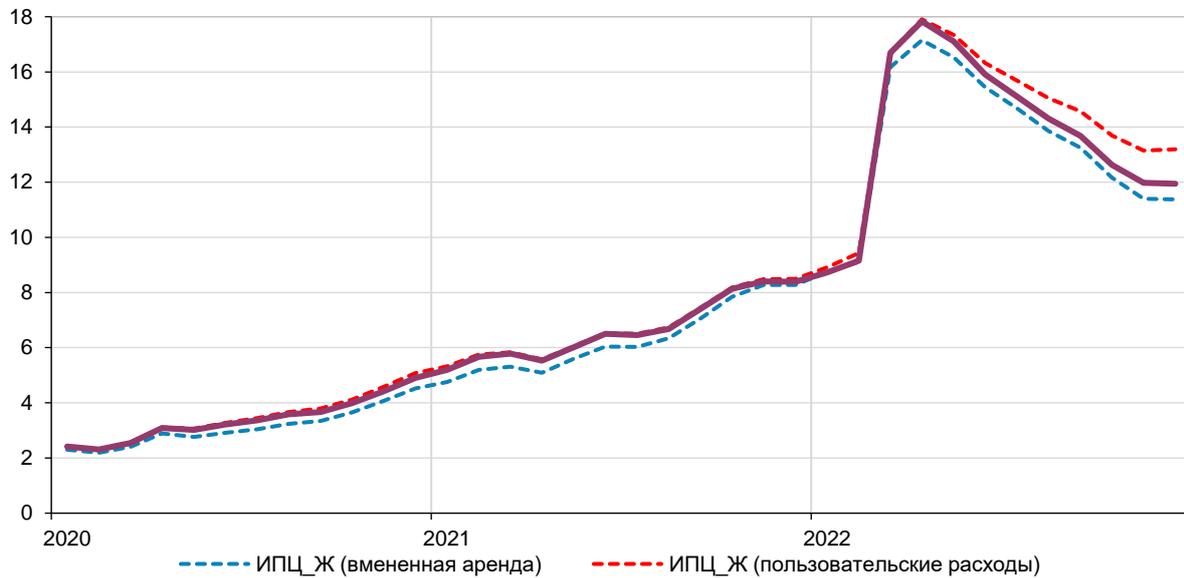
Практика Банка России в значительной мере соответствует рассмотренному в работе Кузьмина et al. (2023b) международному опыту и выделенным критериям: Банк России использует общий индекс потребительских цен в качестве целевого индекса и применяет широкий спектр показателей устойчивой инфляции в аналитических целях, а также в своей коммуникации. Сохранение этой практики и в будущем представляется более чем оправданным.

Направлением для дальнейшего улучшения практики Банка России может стать повышение эффективности использования показателей устойчивой инфляции в информационной политике Банка России. Для повышения их узнаваемости ключевыми аудиториями и прозрачности коммуникации в целом может быть определен более узкий, конкретный и постоянный круг показателей или же один основной индикатор, который будет более регулярно и подробно комментироваться во всех основных информационных продуктах Банка России, включая пресс-релизы по ключевой ставке, заявления Председателя, Доклад о денежно-кредитной политике. С учетом результатов сравнительного анализа в работе Кузьмина et al. (2023b) по ряду количественных и коммуникационных критериев в качестве основного показателя устойчивой инфляции может быть предложен базовый ИПЦ. Альтернативой может выступать использование постоянного пула индикаторов, включающего, наряду с базовым ИПЦ, например, ИПЦ с двойными весами и взвешенную медиану. Во втором случае это может формировать более полную картину устойчивого инфляционного давления в экономике, учитывая особенности методологий расчета разных показателей.

Дополнительно в работе Кузьмина et al. (2023b) был проанализирован вопрос о целесообразности включения в ИПЦ стоимости жилищных услуг, которые сам себе оказывает собственник жилья (СЖУСЖ). Результаты анализа показали, что для России оптимальным выглядит таргетирование ИПЦ без (полноценного) включения СЖУСЖ. Это связано с отсутствием общепринятого в мировой практике подхода к оценке СЖУСЖ; высокой зависимостью результатов оценок от выбранной методологии, предпосылок и допущений; ограничений, связанных с доступностью статистики рынка жилья в России; сложностью такого показателя для понимания широкой общественностью; минимальными отличиями индексов с грубой экспертной дооценкой на СЖУСЖ от динамики общего ИПЦ (рис. 19). В случае если в среднесрочной перспективе Росстатом будет начата публикация показателя ИПЦ с включением

показателя СЖУСЖ, разработка которого ведется в настоящий момент, он может войти в состав дополнительных ценовых индикаторов, используемых для целей анализа и коммуникации, что также отвечает международному опыту гибкого ИТ.

РИСУНОК 19. ИПЦ И ПРИБЛИЖЕННЫЕ ОЦЕНКИ ИПЦ_Ж В РОССИИ (В % Г/Г)



Примечание. ИПЦ_Ж (пользовательские расходы) и ИПЦ_Ж (вмененная аренда) – экспертные оценки ИПЦ с СЖУСЖ способами, приближенными к методам пользовательских расходов и «вмененной ренты» соответственно.
Источник: Кузьмина et al. (2023b).

5. Горизонт действия цели по инфляции

Важную роль в формировании доверия к ДКП играет определение горизонта действия цели по инфляции. Горизонт действия цели, или горизонт достижения цели, или горизонт влияния ДКП – это период, на котором ДКП должна обеспечивать стабилизацию инфляции на цели. Для центрального банка важно подчеркивать наличие такого горизонта, учитывая проблему номинальных жесткостей и лаги влияния ДКП на инфляцию в краткосрочном периоде. Например, в случае реализации про- или дезинфляционных шоков, приводящих к отклонению инфляции от цели, ДКП не может обеспечить моментальное возвращение инфляции к цели. Особенно если речь идет о шоках предложения. Соответственно, для закоривания инфляционных ожиданий на цели, в первую очередь долгосрочных, центральный банк должен акцентировать временность возможных отклонений инфляции от цели (в случае их возникновения) и сроки, в которые ДКП будет всегда обеспечивать стабилизацию инфляции на цели.

На практике центральные банки стран-ИТ используют множество различных формулировок (рис. 20), стремясь в том или ином виде донести идею горизонта действия цели. Больше всего в мире распространена формулировка о среднесрочном горизонте. В редких случаях (Мексика, Колумбия) используют более академически верный термин о горизонте влияния ДКП¹³, однако его малое распространение в мире может быть связано со сложностью объяснения этого горизонта широкой публике. В некоторых случаях используемые формулировки учитывают и специфические особенности условий проведения ДКП. Например, для Банка Японии горизонт достижения цели «как можно раньше» может объясняться периодом продолжительного отклонения инфляции вниз от цели на истории и в целом преобладания дефляционных рисков в эпоху «потерянных десятилетий».

РИСУНОК 20. ГОРИЗОНТЫ ДОСТИЖЕНИЯ ИЛИ ДЕЙСТВИЯ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ В ОТДЕЛЬНЫХ СТРАНАХ-ИТ, ЕД.



Источник: сайты центральных банков.

¹³ Длительность такого горизонта с учетом оценок в академической литературе может варьироваться в зависимости от природы и продолжительности шоков, с которыми сталкивается экономика. Однако в среднем можно говорить о том, что горизонт влияния ДКП составляет примерно 1,5 года. Такой горизонт соответствует понятию ценовой стабильности и одновременно минимизирует издержки от волатильности процентных ставок и реального делового цикла. То есть ДКП может обеспечивать стабилизацию инфляции на цели не позднее 1,5 лет в случае реализации шоков.

Банк России же с момента перехода к ИТ в 2015 г. имел две формулировки, касающиеся горизонта действия цели. Первые годы ИТ (до середины 2017 г.) Банк России находился на этапе постепенной дезинфляции после значительных проинфляционных шоков конца 2014 года. В указанный период Банк России говорил о том, что проводит ДКП таким образом, чтобы обеспечить снижение годовой инфляции до 4% к концу 2017 года. В 2017 г., когда дезинфляция была завершена, Банк России уточнил формулировку цели как поддержание инфляции «вблизи 4% *постоянно*»¹⁴. Добавление оговорки «постоянно» было призвано подчеркнуть завершение периода дезинфляции и тот факт, что цель «вблизи 4%» действует на постоянной основе, а не на конец каждого календарного года. Это было важно в контексте формирования доверия к ДКП.

Хотя оговорка «*постоянно*» используется в некоторых странах-ИТ¹⁵, она все-таки существует отдельно от указания уровня и типа цели. В случае же Банка России оговорка «*постоянно*» практически не используется в официальной коммуникации, кроме Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики, а на текущем этапе ИТ ее наличие в связке с уровнем и типом цели по инфляции может скорее создавать риски иного восприятия горизонта действия цели. Она может восприниматься как избыточно жесткое обязательство. Впрочем, любое изменение формулировки должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов трансмиссионного механизма ДКП. В отсутствие альтернативных лаконичных формул предпочтительным представляется сохранение текущего формата.

¹⁴ См. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов.

¹⁵ Например, у Резервного банка ЮАР (...*The target is continuous: Policy should aim for inflation to be within the target range at all times...*) или у Банка Англии (...*The 2% inflation target is symmetric and applies at all times...*).

Заключение

В данной работе была сделана авторская попытка систематизировать взгляд на аспекты выбора формата цели по инфляции в рамках вопросов, которые были поставлены Банком России в ходе Обзора ДКП. На основе проведенных собственных исследований, анализа имеющейся академической литературы, а также изучения мирового опыта были сделаны выводы относительно формата цели по инфляции в России.

В части **уровня цели по инфляции** результаты следования режиму таргетирования инфляции в период с 2015 по 2021 г. позволяют говорить о наличии пространства для потенциального снижения уровня цели по инфляции в будущем. На это указывают как эконометрические оценки, основанные на международных сопоставлениях, так и оценки оптимального уровня цели на базе DSGE-модели. Эмпирическая вероятность достижения ZLB в российской экономике была крайне низка, поскольку исторически Россия гораздо чаще сталкивалась именно с проинфляционными шоками. При этом издержки, которые способна породить систематически высокая инфляция в России, как и в иных странах, значительны с точки зрения общественного благосостояния. Условия для снижения цели по инфляции в России формируют рост «зрелости» режима ИТ и связанное с этим укрепление доверия к ДКП. При этом опросы населения и предприятий указывают на уровень инфляции, который комфортен для них в части решений о сбережениях и потреблении, ведения бизнеса, построения долгосрочных планов на уровне 4% или ниже. Это является важным аргументом в пользу того, что любое изменение уровня цели по инфляции, если такое изменение будет предпринято, возможно только в сторону снижения уровня цели.

Вместе с тем необходимо отметить, что события 2022 г., возросшая неопределенность внешних условий и связанный с этим процесс значительной структурной перестройки экономики могут потребовать более значительных сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте. Требуется взвешенный подход к оценке того, в какой мере уровень цели по инфляции, которая будет действовать на протяжении этого времени, будет соразмерен желаемой гибкости подстройки относительных цен вследствие этих обстоятельств. В свете этого оправдан дополнительный анализ и всестороннее обсуждение как своевременности, так и сроков возможного снижения уровня цели по инфляции.

Говоря о **типе цели по инфляции**, можно сделать вывод о целесообразности сохранения в России действующего типа цели в виде точки. В академической литературе отсутствуют какие-либо убедительные основания считать, что типы цели с диапазоном лучше справляются с задачей заякоривания инфляционных ожиданий, стабилизацией экономики в случае шоков и обеспечением достаточной степени гибкости ДКП. При этом на практике центральные банки склонны считать, что более «узкие» типы цели по инфляции (с точкой) лучше с точки зрения формирования доверия и заякоривания инфляционных ожиданий. А проблема заякоренности инфляционных ожиданий населения и бизнеса остается релевантной при проведении ДКП в России.

Одновременно с этим результаты эконометрических оценок о факторах выбора «ширины» цели по инфляции говорят о нецелесообразности перехода от точки к типу цели с диапазоном в ситуации роста волатильности инфляции, поскольку это может создавать риски для доверия. Это важно в контексте проинфляционных шоков 2021–2022 гг. в российской экономике. Кроме того, высокая открытость Банка России в объяснении логики решений по ДКП – один их факторов, обосновывающих сохранение точки. Наконец, тип цели в виде точки может быть более оптимальным с точки зрения сохранения «дисциплинированности» бюджетной политики.

Сохранение типа цели в виде точки также должно сопровождаться и сохранением оговорки «вблизи». Однако оценку того, насколько фактическая инфляция соответствует цели, потенциально может улучшить формализация комбинированного критерия отклонения

инфляции от цели, учитывающего размер отклонения и его продолжительность (по примеру Южной Кореи).

Результаты анализа наиболее оптимального **индекса для таргетирования инфляции** позволяют сделать вывод о целесообразности сохранения общего ИПЦ в качестве целевого индекса в России. ИПЦ в наибольшей степени соответствует критериям прозрачности, надежности, релевантности для экономических агентов. А центральные банки в странах-ИТ практически едины в выборе общего ИПЦ в качестве таргетируемого показателя как наиболее известного и понятного широкой общественности индикатора изменения общего уровня цен в экономике. Недостатки же волатильности ИПЦ сглаживаются применением гибкого подхода к реализации ИТ, которого придерживается в том числе Банк России, анализируя широкий спектр показателей устойчивой инфляции, очищенных от влияния разовых факторов.

Направлением для дальнейшего улучшения практики Банка России может стать повышение эффективности использования различных показателей устойчивой инфляции в информационной политике Банка России, в том числе базового ИПЦ. Также в случае, если в среднесрочной перспективе Росстат начнет публикацию показателя ИПЦ с включением СЖУСЖ, он может войти в состав дополнительных ценовых индикаторов, используемых для целей анализа и коммуникации, но не использоваться в качестве целевого индекса ввиду его значимых недостатков и отсутствия выраженных выгод относительного общего ИПЦ.

Что же касается анализа **горизонта действия цели по инфляции**, то можно отметить, что слово «*постоянно*» в текущей формулировке цели¹⁶ может восприниматься как избыточно жесткое обязательство. Впрочем, любое изменение формулировки должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов трансмиссионного механизма ДКП. В отсутствие альтернативных лаконичных формул предпочтительным представляется сохранение текущего формата.

Выбор формата цели по инфляции во многом оставляет и большое пространство для дальнейших исследований с точки зрения как теории, так и практики. Так, вопрос оптимальности цели по инфляции, вероятно, будет оставаться ключевой темой экономических исследований в обозримом будущем. Это обусловлено его практической значимостью для центральных банков в странах-ИТ и одновременно слабой разработанностью темы, особенно в части анализа условий проведения ДКП в РФ.

¹⁶ «Вблизи 4% *постоянно*».

Список литературы

1. Abadi, J., Brunnermeier, M., and Koby, Y., The Reversal Interest Rate, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Papers*, No. 22–28 (2022).
2. Andrade, P., Galí J., Le Bihan, H., and Matheron, J., The Optimal Inflation Target and the Natural Rate of Interest, *Brookings Papers on Economic Activity* (2019).
3. Bick, A., and Nautz, D. Inflation Thresholds and Relative Price Variability: Evidence from US Cities, *International Journal of Central Banking*, № 14 (2008).
4. Borio, C., Disyatat, P., Xia, D., and Zakrajšek E., Monetary Policy, Relative Prices and Inflation Control: Flexibility Born Out of Success, *BIS Quarterly Review* (2021).
5. Borio, C., Lombardi, M., Yetman, J., and Zakrajšek, E., The Two-Regime View of Inflation, *BIS Papers* № 133 (2023).
6. Caraballo, M. and Dabús, C., Price Dispersion and Optimal Inflation: The Spanish Case, *Journal of Applied Economics*, 16:1, 49–70 (2013).
7. Cavallino, P., and Sandri, D., The Open-Economy ELB: Contractionary Monetary Easing and the Trilemma, *Journal of International Economics*, 140, 103691 (2023).
8. Choi, C.-Y., Kim, Y. S., and O'Sullivan, R., Inflation Targeting and Relative Price Variability: What Difference Does Inflation Targeting Make?, *Southern Economic Journal*, 77(4), 934–957 (2011).
9. Coibion, O., Gorodnichenko, Y., and Wieland, J., The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound?, *Review of Economic Studies* 79, № 4: 1371–1406 (2012).
10. European Central Bank. The ECB's Price Stability Framework: Past Experience, and Current and Future Challenges, ECB Occasional Paper Series (2021).
11. Jiménez, G., Kuvshinov D., Peydró J.-L., and Richter B., Monetary Policy, Inflation, and Crises: New Evidence from History and Administrative Data, *BSE Working Paper*, 1378, December 2022 (2022).
12. Haldane, Andrew G. Designing Inflation Targets, *Monetary Policy and Inflation Targeting* (Sydney: Reserve Bank of Australia) (1997): 74–112.
13. Harvard University. The Atlas of Economic Complexity.
14. Horváth, R., and Matějů, J. How Are Inflation Targets Set?, *International Finance*, 14(2), 265–300 (2011).
15. International Monetary Fund (2022). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021.
16. International Monetary Fund (2022). World Economic Outlook.
17. Marques, L.B., Casiraghi, M., Kamber, G., Meeks, R., Gelos, R.G., Negative Interest Rates: Taking Stock of the Experience So Far, *IMF Departmental Paper*, № 2021/003 (2021).
18. Ndou, E. and Redford, S., Relative Price Variability: Which Components of the Consumer Price Index Contribute Towards Its Variability?, *South African Reserve Bank Working Paper Series* WP/14/02 (2014).
19. Niedźwiedzińska, J., Inflation Targets – What Factors Can Help to Explain Their Levels, *Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics*, 12(1):47–89 (2020).
20. Schmitt-Grohé, S., and Uribe, M., The Optimal Rate of Inflation, *Handbook of monetary economics*, vol. 3, pp. 653–722, Elsevier (2010).
21. Mexico: Calibrating the "Pause", ING (16.12.2020).
22. Глазова А. «Оптимальный уровень цели по инфляции, ZLB и равновесная реальная процентная ставка», *исследовательский доклад* (2023).
23. Коновалова, А., Коршунов, М., Нестерова, М., Скуратова, А., Устинов А., «Реакция банковских ставок на изменение ключевой ставки Банка России в условиях региональной неоднородности», *аналитическая записка (Банк России)* (2021).

24. Кузьмина З., Мещеряков А., Колосов А., «Мировой опыт снижения уровней среднесрочных целей по инфляции», *аналитическая записка* (2023а).
25. Кузьмина З., Плущевская Ю., Жемков М., Мещеряков А., Колосов А., Шемякина К., «Выбор индекса для таргетирования инфляции», *аналитическая записка* (2023b).
26. Магжанов Т., Мещеряков А., «Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции?», *исследовательский доклад* (2023).
27. Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А., «Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире», *исследовательский доклад* (2023).
28. Раздел «Инфляционные ожидания», официальный сайт Банка России.
29. Раздел «Макроэкономический опрос Банка России», официальный сайт Банка России.

Приложение 1. Коммуникация о факторах выбора уровня цели по инфляции

	Бразилия	Чили	Мексика	Россия	Индия	Турция	Таиланд	Польша	Венгрия	Филиппины	Сербия	Перу	Колумбия	Грузия	Молдова	Украина	Казахстан	Южная Корея	Чехия	США	Еврозона	Канада	Великобритания	Япония	Норвегия	Швеция	Исландия	Австралия	Новая Зеландия	Израиль							
Инфляция, ДКП	Инфляция в странах – торговых партнерах (ТП) и сопоставимых экономиках	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x							
	Инфляционные ожидания, доверие к ДКП	x			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x													
	Риски достижения ELB	x						x																		x											
	Погрешности измерения инфляции	x				x			x																	x											
	Регулируемые цены					x		x			x																										
	Риски дефляции	x			x	x			x																												
	Издержки (более высокой инфляции)	x	x	x	x	x			x																												
	Номинальные жесткости и относительные цены	x	x			x																															
	Прошлая инфляция		x			x						x		x																							
	Экономика	Соответствие потенциалу роста экономики	x			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x			
Конкуренция				x		x	x				x																										
Состояние государственных финансов		x				x																															
Демографические изменения																																					
Иные структурные особенности экономики		x				x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	

Примечание. Учитываются оценки от лица как самих центральных банков (в виде официальных выступлений высшего руководства, пресс-релизов, стратегических документов), так и сотрудников центральных банков в академических статьях. **Красным** выделены стран-ИТ среди СФР, **синим** – развитые страны. Источники: Мещеряков et al. (2023), Horváth, Matějů (2011), веб-страницы центральных банков и другие материалы.

Приложение 2. Динамика относительных цен в России

Переход к режиму ИТ, в рамках которого номинальным якорем для экономики служит определенный темп прироста потребительских цен, позволяет сократить издержки для общественного благосостояния от инфляции благодаря сужению разброса или снижению дисперсии относительных цен. Это происходит под влиянием «заякоривания» инфляционных ожиданий участников экономики на целевые темпы прироста цен, которые соответствуют их восприятию ценовой стабильности в экономике¹⁷.

Мировой опыт также демонстрирует, что ценовая динамика может характеризоваться двумя состояниями: «режимами» высокой и низкой инфляции¹⁸. При этом при смене «режима» существенно изменяются экономические издержки от инфляции. В частности, сокращение дисперсии относительных цен проявляется в наибольшей степени для стран, в которых снижение инфляции происходило с изначально более высоких уровней¹⁹.

В «режиме» низкой инфляции, то есть при удержании инфляции на устойчиво низком уровне вблизи цели, происходящие колебания инфляции носят краткосрочный характер. Такие колебания естественны и в основном отражают подстройку относительных цен в результате шоков, затрагивающих лишь отдельные отрасли экономики²⁰. Их действие может быть и продолжительным в случае, например, изменения потребительских привычек и/или появления и внедрения новых технологий в процесс производства отдельных видов продукции. Однако подобные шоки отличаются от кризисных периодов в экономике, во время которых устойчивое отклонение темпа роста потребительских цен от цели имеет общую для разных компонентов инфляции природу (например, при шоках внешней торговли и значительных курсовых колебаниях или шоках предложения, как в период пандемии коронавируса).

Именно действие таких факторов, вызывающих изменение цен широкого круга товаров и услуг, в том числе через влияние на инфляционные ожидания участников экономики, является основанием для корректировки ДКП, которая позволяет воздействовать на совокупный спрос в экономике. Стремление же центрального банка предотвратить колебания инфляции, вызванные подстройкой относительных цен, или продолжить сокращение инфляции в условиях уже достигнутой низкой инфляции (в восприятии общества) не является оптимальным. В этом случае реакция ДКП будет несоразмерна шоку в отдельно взятом секторе экономики и окажет чрезмерное влияние на экономическую активность в целом²¹. Таким образом, динамика относительных цен является важным фактором, который следует учитывать при проведении ДКП.

В России после завершения этапа дезинфляции 2015–2016 гг. и до 2021 г. разнородность ценовой динамики в среднем сохранялась на относительно низком уровне. Текущая динамика инфляции и дисперсии относительных цен предполагает наличие потенциала для сокращения экономических издержек от инфляции при ее дальнейшем снижении. Изменения инфляционной картины с точки зрения относительных цен в период ИТ в целом можно охарактеризовать следующим образом:

- Инфляция в разрезе компонентов ИПЦ приобрела более однородный характер (рис. 1). Благодаря ее снижению и поддержанию вблизи цели в период с 2017 до 2021 г. различия в динамике цен на товары и услуги стали менее выраженными, чем в период до ИТ.

¹⁷ См. подробнее, например, [Bick & Nautz \(2008\)](#), [Caraballo & Dabús \(2013\)](#), [Ndou & Redford \(2014\)](#).

¹⁸ См., например, [Borio et al. \(2023\)](#).

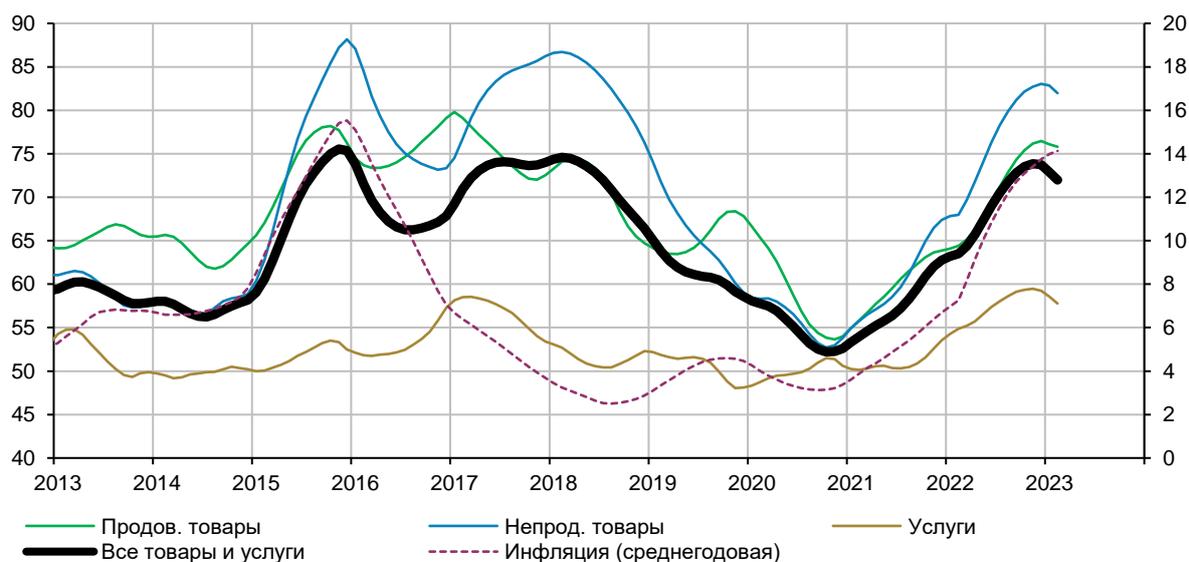
¹⁹ См. [Choi et al. \(2011\)](#).

²⁰ См. подробнее [Borio et al. \(2023\)](#).

²¹ См. подробнее [Borio et al. \(2021\)](#).

- После перехода к ИТ и стабилизации инфляции вблизи цели вклад общего для динамики цен на отдельные товары и услуги фактора устойчиво снижался до начала 2021 г. (рис. 3). При этом его значимость оставалась весьма высокой по сравнению со схожими оценками, произведенными для отдельных развитых стран и СФР (менее 30% в последние годы для США и Мексики²²). Это обосновывает применение мер ДКП по снижению инфляции в российской экономике, а также указывает на наличие пространства для перехода из «режима» высокой в «режим» низкой инфляции и, таким образом, свидетельствует о потенциале для снижения цели по инфляции в России в будущем. Вместе с тем события 2022 г., возросшая неопределенность внешних условий и связанный с этим процесс значительной структурной перестройки экономики могут потребовать более значимых сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте. В этих условиях требуется взвешенный подход к оценке того, в какой мере уровень цели по инфляции, которая будет действовать на протяжении этого времени, будет соразмерен желаемой гибкости подстройки относительных цен вследствие этих обстоятельств.

РИСУНОК 3. ПРОЦЕНТ ДИСПЕРСИИ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН НА ИНДИВИДУАЛЬНЫЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ, ПРИХОДЯЩЕЙСЯ НА ПЕРВУЮ ГЛАВНУЮ КОМПОНЕНТУ (ЛЕВАЯ ОСЬ), И ИНФЛЯЦИЯ (ПРАВАЯ ОСЬ), %



Примечание. Оценка произведена методом главных компонент на скользящем окне в 12 месяцев. Используются данные о годовых приростах цен на 109 продовольственных, 164 непродовольственных товаров и 84 видах услуг. На рисунке представлены дополнительно усредненные за 12 месяцев значения.
Источник: расчеты авторов на основе [Borio et al. \(2023\)](#).

²² См. [Borio et al. \(2023\)](#).

Приложение 3. Эффективная нижняя граница ключевой ставки в контексте экономики СФР

Под эффективной нижней границей процентной ставки (*Effective Lower Bound*, или ELB), как правило, понимается такой пороговый уровень краткосрочной номинальной процентной ставки ДКП, достижение которого равносильно исчерпанию пространства для дальнейшего смягчения ДКП стандартными инструментами. Движение процентной ставки ниже ELB не возымеет должного эффекта либо способно вызвать обратный ожидаемому эффект – ужесточить денежно-кредитные условия в экономике. При этом более высокая цель по инфляции при прочих равных означает более высокие средние уровни номинальной процентной ставки в экономике, что предоставляет больший «запас» для смягчения ДКП стандартными инструментами.

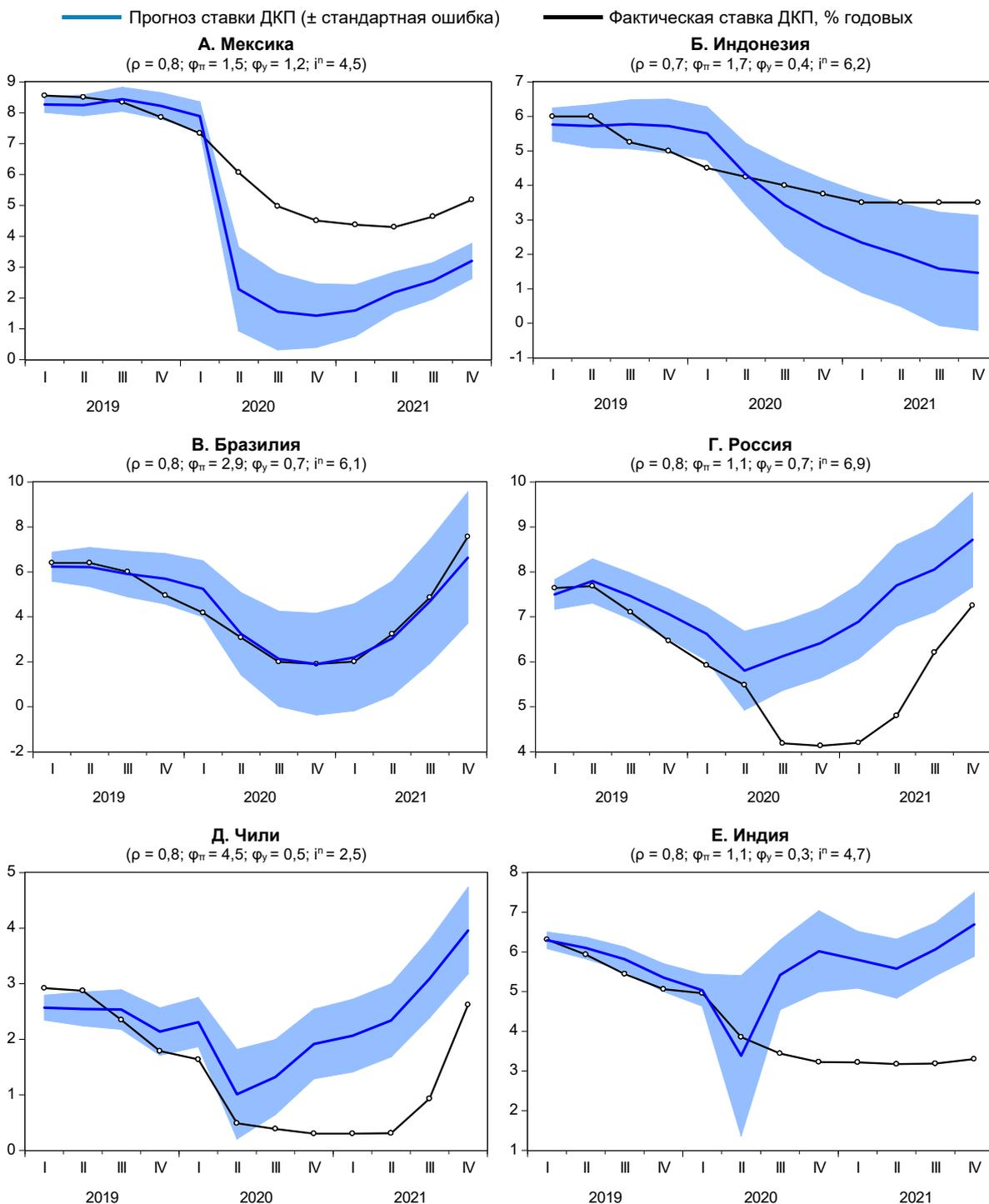
Опыт ряда европейских стран по снижению процентных ставок в отрицательную область после 2011 г. расширил концепцию нижней границы процентной ставки с технической ZLB до значений ниже, но вблизи нуля. Это в основном было связано с положительными трансакционными издержками от использования наличных денег в современных условиях. В свою очередь опыт отдельных центральных банков СФР в 2020–2021 гг. может говорить о формировании ELB на положительном уровне, что обусловлено иными специфическими факторами, присущими СФР: большей валютизацией и в целом меньшим доверием к финансовым системам таких экономик (Табл. 1).

ТАБЛИЦА 1. ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ELB

	Для развитых стран	Для СФР
Факторы роста	<ul style="list-style-type: none"> Зарегулированность банковской отрасли, высокая нагрузка на капитал банков и риски сжатия кредита экономике при низкой процентной марже (опыт отрицательных ставок) 	<ul style="list-style-type: none"> Валютизация экономики, премия за валютный риск в национальных активах Высокая доля теневого сектора экономики (повышенный спрос на наличную форму денег)
ELB ↑	<ul style="list-style-type: none"> Рост склонности к риску при снижении процентных ставок и накопление дисбалансов в финансовой системе Развитие финансовых технологий, порождающее риски финансовой стабильности из-за спроса на альтернативные инструменты сбережений (финансовые и цифровые активы) 	
Факторы снижения ELB ↓	<ul style="list-style-type: none"> Развитие финансовых технологий, повышающее альтернативные издержки использования наличных денег Значительная доля активов с положительной переоценкой при снижении процентных ставок на балансах банков 	

Источники: [Brandão-Marques et al. \(2021\)](#), [Cavallino & Sandri \(2022\)](#), [Abadi et al. \(2022\)](#).

РИСУНОК 1. ПРОГНОЗЫ ТРАЕКТОРИИ СТАВОК ДКП В ОТДЕЛЬНЫХ СТРАНАХ-ИТ НА ОСНОВЕ ОЦЕНЕННОГО ДО 2020 ГОДА ПРАВИЛА ТЕЙЛОРА, %



Примечание. Правило Тейлора для каждой страны оценено по отдельности в форме $i_t = \alpha + \rho i_{t-1} + \beta_{\pi} \pi_t + \beta_y \hat{y}_t$, где i_t – средняя за квартал t номинальная ставка ДКП; π_t – показатель инфляционного давления (отклонение годовой базовой инфляции от цели; для России – общей инфляции; для Чили – ожидаемой профессиональными аналитиками инфляции через год); \hat{y}_t – разрыв ВВП, оцененный на основе HP-фильтра на квартальных данных с учетом прогноза ОЭСР по динамике ВВП; α , ρ , β – коэффициенты, на основе которых рассчитывались параметры правила ДКП (ρ – инерция в изменении ставки ДКП; φ_{π} – реакция центрального банка на инфляционное давление; φ_y – реакция на разрыв выпуска; i^n – вмененная оценка номинальной нейтральной ставки). Оценка коэффициентов уравнения произведена методом наименьших квадратов за 2010–2019 гг. (для Индонезии – с I кв. 2014 г., для Чили – с IV кв. 2014 г., для России – с I кв. 2016 г., для Индии – с I кв. 2017 г.). Критерием выбора спецификации уравнений являлось соответствие полученных оценок коэффициентов общепринятым значениям параметров правила Тейлора, включая $\varphi_{\pi} > 1$.

Источники: ОЭСР, Bloomberg, статистические службы стран, расчеты авторов.

Поскольку ELB является ненаблюдаемой переменной, ее оценки могут быть лишь косвенными. **С одной стороны, о достижении ELB как ограничения для стандартной ДКП может указывать превышение необходимого размера смягчения ДКП над фактически реализованным.**

- По расчетам на основе оценок правила Тейлора для отдельных СФР, нижняя точка прошедшего в пандемию COVID-19 цикла смягчения ДКП в Мексике и Индонезии могла быть ниже, чем фактически достигнутые ими уровни ставок (рис. 1А, 1Б)²³.
- В то же время для центральных банков Чили и России реализованное снижение ставки было более выраженным, чем предполагалось в рамках оцененных правил ДКП²⁴. На первый взгляд это может отражать наличие большего запаса для реакции ДКП для центральных банков. Однако последовавшее ускоренное ужесточение ДКП в этих странах от нижней точки цикла может свидетельствовать о недооценке проинфляционных факторов, усиливших роль отдельных каналов трансмиссионного механизма ДКП при достижении исторически минимальных ставок. Так, например, во многих СФР на фоне проведения мягкой ДКП наблюдалось увеличение инфляционных ожиданий, которые характеризуются меньшей закоренностью в данных странах по сравнению с развитыми. Кроме того, ряд СФР столкнулись с выраженным ослаблением национальных валют.

ТАБЛИЦА 2. РЕЗУЛЬТАТЫ ТЕСТОВ НА СТРУКТУРНЫЕ СДВИГИ В РЕАКЦИИ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ НА ИЗМЕНЕНИЕ СТАВКИ ДКП

	Тест Чоу ¹		CUSUM-тест ²		CUSUM of Squares – тест ³	
	По кредитам	По депозитам	По кредитам	По депозитам	По кредитам	По депозитам
Бразилия	Авг. 20	..	..	..	Фев. 20 – Июль 21	Июль 20 – Окт. 20
Чили	Н/Д	..	Н/Д	..	Н/Д	Апр. 21 – Сен. 21
Колумбия	..	Сен. 20	..	..	Янв. 20 – Май 20	Май 20 – Июль 20
Индия	..	Н/Д	..	Н/Д	Апр. 20 – Май 20	Н/Д
Индонезия	..	Июнь 20	Март 20	Янв. 21 – Дек. 21	Апр. 20	Фев. 20 – Авг. 20
Мексика	Фев. 20	..	Янв. 20 – Март 20	..	Янв. 20 – Март 20	Июль 20
Россия	..	..	..	..	Фев. 20	Апр. 20 – Сен. 20
ЮАР	Н/Д	..	Н/Д	..	Н/Д	Июнь 20

^{1, 2, 3} Тесты для проверки гипотезы об отсутствии структурного сдвига: ¹ в известную дату, ^{2, 3} на основе накопленной суммы (квадратов) рекурсивных остатков.

Примечание. В таблице указаны даты, для которых проведение теста позволяет отвергнуть гипотезу на 5%-ом уровне значимости. «..» – гипотеза не отвергается на выбранном уровне значимости, «Н/Д» – отсутствуют данные для расчета. Тесты выполнены для моделей линейной регрессии с изменением рыночной ставки (депозитной или кредитной) в качестве зависимой переменной и изменением ставки ДКП (и двух его лагов) в качестве независимых переменных. Оценка параметров модели производилась методом наименьших квадратов на данных за период с сентября 2018 по декабрь 2021 года.

Источники: МВФ (International Finance Statistics), расчеты авторов на основе [Brandao Marques et al. \(2021\)](#).

²³ Проблема положительной ELB для Мексики отмечалась и профессиональными аналитиками: в декабре 2020 г. она оценивалась на уровне около 3% – см. [ING \(2020\)](#).

²⁴ Необходимо также учитывать упрощенный характер вышеуказанных оценок правила ДКП (в частности, включение ex post оценок разрыва выпуска), а также значительную неопределенность, порожденную кризисом, с которой столкнулись все участники экономических отношений в 2020–2021 годах.

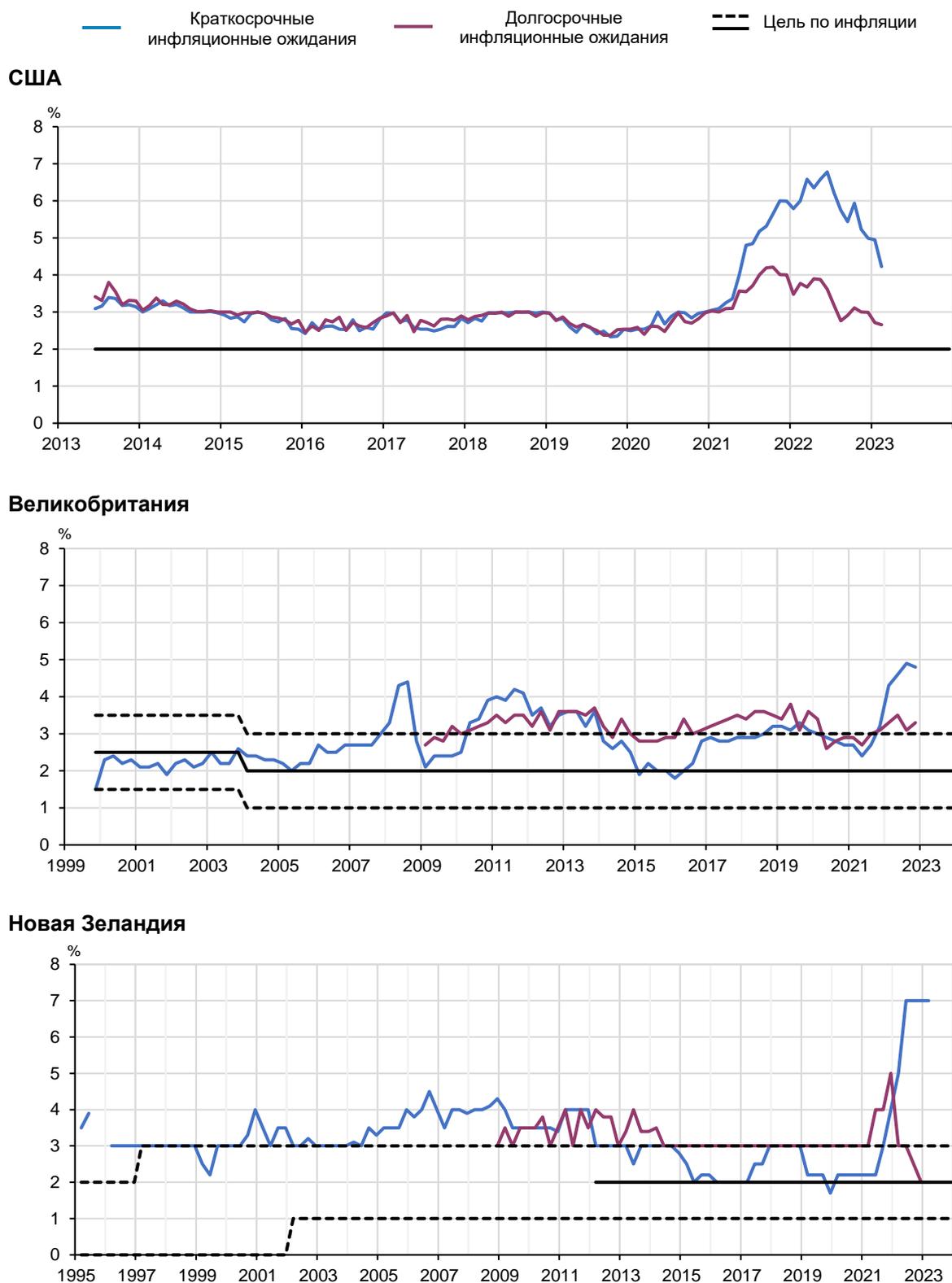
С другой стороны, о формировании ELB как уровня, оказывающего влияние на действенность трансмиссионного механизма ДКП, можно также судить по наличию структурных сдвигов в работе процентного канала (то есть зависимости ставок по депозитам и кредитам от изменения ключевой ставки).

- Согласно отдельным проведенным тестам, структурные сдвиги выявляются в большинстве СФР в период активного смягчения ДКП, включая Россию²⁵. Однако «нарушения» в трансмиссии в основном носят кратковременный характер (Табл. 2).
- Это может говорить скорее не о наличии ELB, а об особенностях действия трансмиссионного механизма ДКП в СФР: снижение ставки ДКП активизирует проинфляционное влияние значимых для СФР каналов трансмиссии, в частности инфляционных ожиданий и валютного курса, что смещает баланс рисков из дезинфляционных в сторону проинфляционных и может исчерпать проблему ограничения для ставки процента снизу. Однако при этом возможное усугубление проблем на стороне финансовой стабильности может требовать проведения относительно более жесткой ДКП в будущем²⁶.

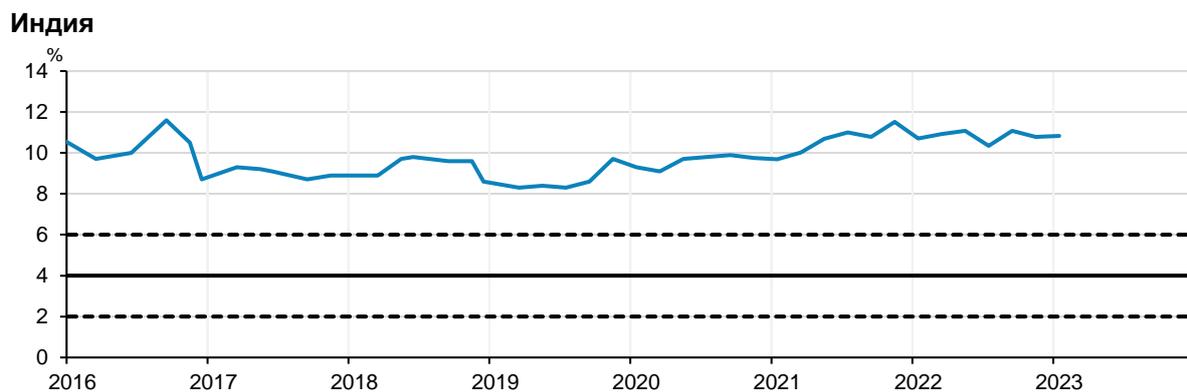
²⁵ Данный результат был также получен в работе [Коновалова и др. \(2021\)](#).

²⁶ См., например, [Jiménez et al. \(2022\)](#).

Приложение 4. Инфляционные ожидания населения в отдельных странах-ИТ



Примечание. В качестве краткосрочных инфляционных ожиданий использовались ожидания на 1 год вперед, долгосрочных – на 5 лет вперед для Великобритании и Новой Зеландии и на 3 года вперед – для США.
 Источники: сайты Федерального резервного банка Нью-Йорка, Банка Англии и Резервного банка Новой Зеландии.



Примечание. В качестве краткосрочных инфляционных ожиданий населения использовались ожидания на 1 год вперед.
 Источники: сайты Резервного банка Индии, Центрального банка Бразилии, Центрального банка Филиппин, Резервного банка ЮАР.

Приложение 5. Причины расширений и сужений диапазонов целей и смены типов

Причина	Страны (год)	Цель до и после пересмотра	Причина	Страны (год)	Тип цели до и после пересмотра
1. Ограничение рисков дефляции (↓)	Таиланд (2009) Новая Зеландия (2002)	0–3,5% → 0,5–3% 0–3% → 1–3%	1. Естественность колебаний инфляции	Чили (2001) Мексика (2003) Венгрия (2015) Швеция (2018)	3,5% → 3% ± 1 п.п. 4,5% → 3% ± 1 п.п. 3% → 3% ± 1 п.п. 2% → 2% ± 1 п.п.
2. Повышение гибкости ДКП (↑)	Новая Зеландия (1997) Южная Корея (2010) Чехия (2000) Бразилия (2003) Гватемала (2008)	0–2% → 0–3% 3% ± 0,5 п.п. → 3% ± 1 п.п. 4–5% → 3,5–5,5% 1,5–5,5% → 1,5–6,5% 5% ± 1 п.п. → 5,5% ± 1,5 п.п.	2. Гибкость ДКП	Венгрия (2015) Таиланд (2015) Таиланд (2020) Филиппины (2008)	3% → 3% ± 1 п.п. 0,5–3% → 2,5% ± 1,5 п.п. 2,5% ± 1,5 п.п. → 1–3% 4–5% → 4% ± 1 п.п.
3. Демонстрация дополнительной приверженности поддержанию ценовой стабильности (↓)	Бразилия (2006) Бразилия (2017) Уругвай (2010) Парагвай (2014)	2–7% → 2,5–6,5% 2,5–6,5% → 3–6% 3–7% → 4–6% 5% ± 2,5 п.п. → 5% ± 2 п.п.	3. Четкий количественный критерий оценки достижения цели по инфляции	Чили (2001)	3,5% → 3% ± 1 п.п.
4. Переход к среднесрочной цели по инфляции (↓)	Исландия (2002) Украина (2019)	1–6% → 1–4,5% 6% ± 2 п.п. → 5% ± 1 п.п.	4. Дополнительная приверженность ценовой стабильности	Южная Корея (2016) Новая Зеландия (2012) Япония (2013) Чехия (2006) Великобритания (1995) Албания (2016) Южная Корея (2007) Колумбия (2010) Мексика (2003) Чили (2001) Чехия (2006) Южная Корея (2007)	2,5–3,5% → 2% 1–3% → 2% ± 1 п.п. 1% ± 1 п.п. → 2% 2–4% → 3% ± 1 п.п. 1–4% → 2,5% 3% ± 1 п.п. → 3% 2,5–3,5% → 3% ± 0,5 п.п. 4,5–5,5% → 3% ± 1 п.п. 4,5% → 3% ± 1 п.п. 3,5% → 3% ± 1 п.п. 2–4% → 3% ± 1 п.п. 2,5–3,5% → 3% ± 0,5 п.п.
5. Переход к долгосрочной/среднесрочной цели по инфляции			5. Переход к долгосрочной/среднесрочной цели по инфляции		
6. Исчерпание необходимости в использовании типа цели (особенности режима)			6. Исчерпание необходимости в использовании типа цели (особенности режима)	Швеция (2009)	2% ± 1 п.п. → 2%

Примечание. Знак «↑» – расширение, «↓» – сужение диапазона цели (в случае использования цели в стране типа цели с диапазоном).
Источник: Магжанов, Мещеряков (2023).