



Банк России

**ОБЗОР**  
денежно-кредитной  
политики



# Мировой опыт снижения уровней среднесрочных целей по инфляции

Аналитическая записка

З. Кузьмина  
А. Мещеряков  
А. Колосов

Май 2023

## Оглавление

Резюме .....	3
Введение.....	4
1. Ключевые аспекты реализации изменения цели по инфляции центральными банками ....	5
1.1. Основные закономерности и количественные параметры пересмотра среднесрочной цели по инфляции .....	5
1.2. Систематизация подходов к пересмотру уровня цели .....	7
2. Основания и цели пересмотра целевого уровня инфляции .....	9
3. Предпосылки, условия и последствия пересмотра уровня цели .....	11
3.1. Инфляционный фон и инфляционные ожидания в период перед переходом к новой цели .....	11
3.2. Повышение макроэкономической стабильности и структурные изменения как предпосылки пересмотра цели по инфляции .....	15
3.3. Денежно-кредитная политика в период пересмотра целевого уровня инфляции .....	22
3.4. Итоги пересмотра уровня цели .....	23
Выводы.....	27

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 на адреса: [zoya.kouzmina@gmail.com](mailto:zoya.kouzmina@gmail.com), [meshcheryakovan@cbr.ru](mailto:meshcheryakovan@cbr.ru), [andrey.mkv@hotmail.com](mailto:andrey.mkv@hotmail.com), [kolosovai01@cbr.ru](mailto:kolosovai01@cbr.ru).

107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

## Резюме

В данной аналитической записке проведена систематизация и дан анализ истории пересмотра среднесрочных целей по инфляции центральными банками разных стран. Мы выделили 9 центральных банков, имеющих в своем активе такие пересмотры (3 из развитых стран и 6 – из стран с формирующимися рынками (далее – СФР)). Наш анализ показывает, 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 на дискреционной основе.

В то же время, несмотря на то что для каждого случая изменения цели формировались уникальные условия и факторы, мы выделяем некоторые основные моменты, которые могут представлять ценность в случае рассмотрения вопроса об изменении целевого уровня инфляции.

Наши основные выводы состоят в следующем. 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 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 ревизии параметров таргетирования инфляции); (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 (а почти в половине случаев пересмотр цели по инфляции, по сути, выступал составной частью структурных реформ финансового блока или экономики в целом).

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 денежно-кредитной политики (далее – ДКП) на переходном этапе для стабилизации инфляции на новом уровне.

Рассмотренный 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. В связи с этим большое значение для успешного перехода к новой цели по инфляции имеет 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.

## Введение

Уровень цели по инфляции – один из ключевых параметров режима таргетирования инфляции (далее – ИТ), выбор которого во многом определяет эффективность реализации ДКП.

Переходя к ИТ в 2015 г., Банк России выбрал 4% в качестве целевого уровня инфляции для российской экономики. При этом в рамках Обзора ДКП<sup>1</sup>, начатого в 2021 г., Банк России решил вновь проанализировать, соответствует ли цель «вблизи 4%» условиям проведения ДКП, в том числе в контексте опыта других стран, и оценить, сложились ли в российской экономике предпосылки для снижения целевого ориентира по инфляции.

Обширная экономическая литература, посвященная выбору уровня цели по инфляции, не дает однозначного и единого для всех стран количественного ориентира или строгого набора факторов этого выбора. Однако она позволяет определить некие фундаментально обоснованные рамки и варианты для установления целевого уровня инфляции, соответствующего объективным особенностям структуры и уровня развития финансовых рынков и экономики в целом.

В отличие от проблемы выбора уровня цели по инфляции вопрос пересмотра этого уровня в дальнейшем фактически не освещается в академических исследованиях и лежит в основном в практической плоскости.

Поступательное изменение цели по инфляции, чаще всего нисходящее, весьма характерно для начального периода ИТ, однако на этом этапе цели носят заведомо временный характер и играют роль промежуточных ориентиров на пути к конечному среднесрочному уровню. Пересмотр же среднесрочного целевого уровня инфляции, являвшегося неизменным в течение продолжительного периода и выступавшего полноценным якорем для долгосрочных инфляционных ожиданий, до сих пор является достаточно редкой практикой.

В то же время структурные особенности экономики, включая степень развития финансовых и товарных рынков, с учетом которых изначально был выбран целевой уровень инфляции, могут претерпевать существенные изменения со временем, а практика ИТ во многих странах уже насчитывает несколько десятков лет. Кроме того, переход к режиму ИТ с его высокой прозрачностью и однозначным приоритетом ценовой стабильности и повышение доверия к политике центрального банка при эффективном обеспечении низкой и предсказуемой инфляции сами по себе часто становятся важными структурными изменениями, позволяющими центральному банку рассмотреть возможность снижения цели по инфляции.

При этом необходимо учитывать и то, что изменение среднесрочного уровня по инфляции – одного из важнейших параметров, учитываемых населением и бизнесом при принятии решений о потреблении, сбережениях и инвестировании, – может стать существенным стрессом для экономики и финансовых рынков в случае недостаточно эффективной организации данного процесса.

В настоящей записке мы проанализируем накопленный центральными банками опыт пересмотра среднесрочных целей по инфляции. В первой главе мы кратко обобщим и систематизируем ключевые аспекты реализации таких изменений на практике. Во второй главе остановимся на основаниях и целях пересмотра целевого уровня инфляции, которые центральные банки выделяют в своей коммуникации. В третьей главе мы охарактеризуем ключевые условия, при которых такой пересмотр может стать целесообразным, и предпосылки, необходимые для того, чтобы он прошел с наименьшими издержками и наибольшими долгосрочными положительными эффектами для реальной экономики, и завершим записку выводами, которые могут быть актуальны в том числе для России на текущем этапе.

---

<sup>1</sup> Аналитический блок 1 «Формат цели по инфляции».

## 1. Ключевые аспекты реализации изменения цели по инфляции центральными банками

Опыт изменения уровня цели на первом этапе ИТ имеет порядка половины центральных банков стран-ИТ. Как правило, это ступенчатое понижение цели, которое применяется, когда перед регулятором стоит задача снизить инфляцию с исторически достаточно высоких значений, при этом давая участникам экономики возможность постепенно адаптироваться к новой реальности. Как уже было отмечено выше, этап дезинфляции к цели может занимать весьма продолжительное время: в среднем около 6–7 лет. Иногда центральные банки вынуждены делать остановки и даже временно отходить назад на этом пути – повышать цель на несколько лет, встречаясь с внутренними и внешними шоками (как, например, Турция, Венгрия, Колумбия, Бразилия, Индонезия<sup>2</sup>), или же пересматривать параметры и сроки достижения конечной цели (Чехия).

Общим для всех примеров из этой группы (изменения цели на первом этапе) остается то, что в коммуникации центрального банка и восприятии общества преобладает понимание, что текущий уровень цели является временным, а не постоянным, соответствующим представлениям о ценовой стабильности в долгосрочном периоде.

Второй, более малочисленной и более релевантной для целей текущего анализа группой выступают центральные банки, пересматривавшие среднесрочную цель по инфляции после достаточно продолжительного периода ее неизменности. Мы выделили 9 центральных банков, имеющих в своем активе такие изменения (3 из развитых стран и 6 – из СФР). В дальнейшем в этой работе мы сфокусируемся именно на их опыте (табл. 1).

### 1.1. Основные закономерности и количественные параметры пересмотра среднесрочной цели по инфляции

Так как практика изменения среднесрочной цели по инфляции, безусловно, не является стандартной для режима ИТ, то каждый из выбранных случаев характеризуется уникальным набором обстоятельств и параметров. Однако все же можно выделить некоторые общие закономерности.

*Во-первых*, как правило, уровень цели *пересматривался вниз*. Исключение составляет только один эпизод из практики Банка Таиланда, где повышение цели в 2015 г. в значительной мере объяснялось сменой таргетируемого показателя с базовой инфляции на ИПЦ (исторически несколько превышавший базовую инфляцию).

Это вполне отражает сложившийся в мировой практике ИТ консенсус о том, что пересмотр цели по инфляции вверх может снижать доверие к проводимой ДКП и увеличивать неопределенность условий для всех участников экономики.

---

<sup>2</sup> Индонезия перешла к ИТ в 2005 г. и в явном виде уже не позиционирует себя как находящуюся на начальном этапе, однако, по сути, она все еще находится на пути последовательной дезинфляции, а цели по инфляции устанавливаются Правительством только на ближайшие (скользящие) три года вперед и регулярно пересматриваются, то есть носят заведомо временный характер. На практике целевой уровень инфляции оставался на одном уровне в основном в течение не более 2–3 лет.

ТАБЛИЦА 1. ОПЫТ СТРАН, ИЗМЕНЯВШИХ УРОВЕНЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ ПОСЛЕ ДЛИТЕЛЬНОГО ПЕРИОДА НЕИЗМЕННОСТИ

Страна	Начало ИТ, год	Цель до изменения		Цель после изменения		Сопутствующие изменения цели (формата, горизонта, показателя)
		Год начала применения	Цель, %	Год начала применения	Цель, % (изменение, п.п.)	
<b>Великобритания</b>	1992	1997	2,5	2004	2 (-0,5)	Изменение целевого показателя с RPIX (Retail Price Index Excluding Mortgage Interest Payments) на CPI
<b>Перу</b>	2002	2002	2,5 ± 1	2007	2 ± 1 (-0,5)	Нет
<b>Филиппины</b>	2002	2011	4 ± 1	2015	3 ± 1 (-1)	Нет
<b>Южная Корея</b>	1998	2013 <sup>3</sup>	2,5–3,5	2016	2	Изменение формата цели: с целевого диапазона на точку
<b>Сербия</b>	2009	2012	4 ± 1,5	2017	3 ± 1,5 (-1)	Нет
<b>Норвегия</b>	2001	2001	2,5	2018	2 (-0,5)	Уточнение мандата: ИТ должно способствовать «высокому и устойчивому выпуску и занятости» ( <i>ранее – стабилизации</i> ) и противодействовать формированию финансовых дисбалансов. Исключение упоминания валютного курса
<b>Таиланд</b>	2000	2000	0–3,5	2009	0,5–3	Сужение целевого диапазона
		2009	0,5–3	2015	2,5 ± 1,5 <sup>4</sup>	Изменение целевого показателя с базовой инфляции на CPI. Изменение формата цели: с целевого диапазона на точку с диапазоном отклонений
		2015	2,5 ± 1,5	2020	1–3	Изменение формата цели: с точки с диапазоном отклонений на целевой диапазон
<b>Бразилия</b>	1999	2017 <sup>5</sup>	4,5 ± 1,5	2019	4,25 ± 1,5 (-0,25)	Нет
				2020	4 ± 1,5 (-0,25)	
				2021	3,75 ± 1,5 (-0,25)	
				2022	3,5 ± 1,5 (-0,25)	
				2023	3,25 ± 1,5 (-0,25)	
				2024	3 ± 1,5 (-0,25)	
<b>Уругвай</b>	2008	2008	5 ± 2	2010	5 ± 1	Нет
		2010	5 ± 1	2013	3–7	Изменение формата цели: с точки с интервалом на диапазон
		2013	3–7	2022	3–6	Нет

Источник: сайты центральных банков.

<sup>3</sup> С 2007 г. цель также находилась вблизи 3% в формате точки с диапазоном отклонений (±0,5% на 2007–2009 гг., ±1% на 2010–2013 гг.). До 2007 г. цель была сформулирована для базовой инфляции и также в основном находилась около 3% с периодическими пересмотрами формата.

<sup>4</sup> В сентябре 2014 г. Центральный банк Таиланда предложил Министерству финансов к согласованию уровень цели 3 ± 1%, но к концу 2014 г. был скорректирован взгляд на среднесрочное инфляционное давление со стороны мировых цен на энергоносители, и предложение по уровню цели пересмотрели вниз.

<sup>5</sup> С 2006 по 2016 гг. цель также находилась на уровне 4,5%, но с диапазоном отклонений ±2,5%.

Масштаб снижения цели в рассматриваемых странах в основном составлял *от 50 до 100 базисных пунктов*. А сами изменения уровня цели происходили *единовременно* (не ступенчато), кроме Бразилии, пример которой будет подробнее рассмотрен ниже. Все развитые страны снижали целевой уровень инфляции до 2%, большинство развивающихся (кроме Перу и Таиланда) – до 3% (с тем или иным диапазоном отклонений).

*Во-вторых*, пересмотр среднесрочной цели более характерен для этапа «зрелого» ИТ, когда с момента введения режима уже прошло около 10 лет и более (минимальный срок – 5 лет у Перу и Уругвая, однако в Перу в течение еще 8 лет до введения ИТ имел место период неявного таргетирования). Средний срок составляет около 13 лет.

Период, в течение которого действовала предыдущая среднесрочная цель, в подавляющем большинстве случаев не менее 5 лет, а в среднем – 8 лет<sup>6</sup>.

*В-третьих*, примерно в половине случаев изменение целевого уровня инфляции сопровождалось пересмотром других параметров цели.

## 1.2. Систематизация подходов к пересмотру уровня цели

Изменение прочих параметров цели по инфляции не только часто сопровождало пересмотру ее уровня, но и в нескольких примерах фактически являлось основным мотивом для этого пересмотра – например, в случае Таиланда в 2015 г., описанном выше, а также Великобритании в 2004 г., где снижение цели было связано со сменой таргетируемого индекса на CPI. Подобные эпизоды изменения уровня цели условно можно назвать **«сопутствующим пересмотром»**.

Можно также выделить подгруппу **«серийных ревизоров»** – центральных банков, для которых характерны регулярные ревизии параметров ИТ<sup>7</sup>. Они не всегда приводят к пересмотру именно уровня цели, но подготавливают участников рынка и общество в целом к возможности подобных изменений. К этой группе можно отнести в основном центральные банки Азиатско-Тихоокеанского региона: Южной Кореи и Таиланда.

В целом следует отметить, что среди всех 9 стран, изменявших уровень среднесрочной цели по инфляции, преобладают те, где институционально предусмотрено регулярное (раз в год или несколько лет) установление/подтверждение уровня цели, а решение по цели принимается в согласовании с министерством финансов / правительством (или самим правительством). Очевидно, что это упрощает законодательное оформление, согласование и коммуникацию изменений.

Третью и самую многочисленную подгруппу центральных банков, пересматривавших среднесрочную цель, условно можно назвать подгруппой **«стратегических дезинфляторов»**. В ней особенности предшествующего периода также косвенно могли подготовить почву для пересмотра уровня цели и облегчить его коммуникацию. В этих случаях центральные банки изначально, при введении ИТ, озвучивали намерение или высокую вероятность снижения цели по инфляции в отдаленной перспективе. Основным аргументом для этого, как правило, называлось желаемое сближение с сопоставимыми странами (торговыми партнерами или основными конкурентами) по мере устранения каких-либо препятствий, актуальных на начальном этапе. Снижение уровня цели становилось практическим воплощением заявленного намерения при созревании необходимых условий. К этой категории можно отнести Сербию, Бразилию, Филиппины, а также Норвегию.

<sup>6</sup> Для Южной Кореи, Бразилии и Уругвая в расчете учитывался период, включающий все годы, когда предыдущая точечная цель оставалась на неизменном уровне, несмотря на изменения диапазонов отклонений.

<sup>7</sup> К этому типу потенциально можно было бы отнести и Резервный банк Индии, где цель по инфляции устанавливается Правительством на 5 лет вперед, чему каждый раз предшествует большая исследовательская работа. Первая цель была установлена в 2015 г. на уровне 4% ± 2 процентных пункта. В 2021 г. она была оставлена без изменений еще на 5 лет. В обосновании эксперты Резервного банка Индии оценили устойчивую компоненту (тренд) инфляции в Индии 6 способами и получили диапазон значений 3,8–4,3%, что согласуется с целью 4%.

Опыт Банка Перу и Банка Уругвая в чистом виде нельзя отнести ни к одной из выделенных выше подгрупп. По своей сути они ближе всего к «стратегическим дезинфляторам», так как позиционировали снижение цели как очередной шаг в движении к обеспечению стабильности цен и доверия к национальной валюте, а также в сближении экономических условий с другими странами. Объединяет их еще одна особенность – установление достаточно амбициозных целей. Так, Банк Перу в качестве ориентира выбрал развитые страны, установив с 2007 г. цель по инфляции на уровне  $2\% \pm 1$  п.п.<sup>8</sup> – достаточно нехарактерном для развивающихся стран в целом и стран Латинской Америки в частности. Решение Банка Уругвая сузить целевой диапазон по инфляции с 3–7% до 3–6% с сентября 2022 г.<sup>9</sup>, на первый взгляд, выглядит более типичным для СФР, однако здесь важен контекст: с момента перехода к режиму ИТ в 2008 г. и до принятия этого решения инфляция в Уругвае постоянно оставалась заметно повышенной, более 80% времени находясь выше верхней границы целевого диапазона и ни разу не опускаясь даже до его середины.

Выделенные особенности позволяют нам назвать центральные банки этой группы скорее **«упреждающими дезинфляторами»**. Такой несколько опережающий по отношению к фактическим макроэкономическим условиям подход мог стать одной из причин определенных трудностей, возникших у стран этой группы в дальнейшем, которые мы подробнее рассмотрим ниже.

---

<sup>8</sup> Банк Перу называет этот уровень также как характерный для основных торговых партнеров страны, но по расчетам Банка России, инфляция торговых партнеров Перу в период, предшествующий смене цели, находилась скорее на уровне 2,5–3%. Вероятно, Банк Перу в большей мере ориентировался на инфляцию в США.

<sup>9</sup> Для целей настоящего анализа мы подробно останавливаемся только на этом эпизоде из опыта Банка Уругвая, так как во всех предыдущих случаях пересматривалась только ширина целевого диапазона / диапазона допустимых колебаний, тогда как его середина / точечная цель оставались неизменными – на уровне 5%.

## 2. Основания и цели пересмотра целевого уровня инфляции

Остановимся на тех причинах, которые центральные банки обозначали в качестве ключевых для изменения целевого уровня инфляции в своей коммуникации. Можно отметить, что в целом они отражали те основные подходы, которые мы выделили выше.

Так, в документах стран из подгруппы «стратегических дезинфляторов» обычно присутствует указание на соответствие принятого решения ранее взятому курсу, устойчивое улучшение условий или снятие изначально существовавших ограничений, которое позволяет реализовать сближение с исходно обозначенной целью или группой сопоставимых стран.

Обоснования «серийных ревизоров» выделяются подробностью и разносторонним анализом. Обращает на себя внимание также то, что именно центральные банки этой подгруппы прямо указывают, что ожидаемое на прогнозном горизонте пониженное инфляционное давление (определяющееся не только структурными, но и временными факторами) упростит переход к новой более низкой цели.

**ТАБЛИЦА 2. КОММУНИКАЦИЯ ЦБ О ФАКТОРАХ ПЕРЕСМОТРА УРОВНЯ ЦЕЛИ**

	Инфляция в странах-ТП <sup>10</sup> и сопоставимых экономиках	Инфляционные ожидания, доверие к ДКП	Риски достижения ELB <sup>11</sup>	Погрешности измерения инфляции	Регулируемые цены	Риски дефляции	Издержки (более) высокой инфляции	Номинальные жесткости и относительные цены	Прошлая инфляция	Соответствие потенциалу роста экономики	Конкуренция	Состояние государственных финансов	Демографические изменения	Иные структурные особенности экономики
Бразилия	x	x					x	x		x		x		x
Таиланд	x	x	x							x	x		x	x
Филиппины		x								x				x
Сербия	x	x			x							x		x
Перу	x	x								x	x			
Уругвай	x	x												
Южная Корея	x		x						x	x			x	x
Великобритания						x	x			x				
Норвегия	x													x

Источники: материалы центральных банков, правительства, министерств финансов указанных стран.

Указание на *структурные факторы* пересмотра цели приводятся в подавляющем большинстве обоснований<sup>12</sup>. Среди них лидируют уровень потенциального роста; демографические факторы (старение населения); ответственная бюджетная политика и замедление роста администрируемых цен; внешние факторы (глобализация, динамика мировых цен на сырьевые товары); снижение волатильности инфляции, в том числе под влиянием последовательной ДКП и роста доверия к ней. Упомянуты также технологическое развитие, способствующее снижению издержек, и развитие электронной торговли, повышающее конкуренцию на товарных рынках.

В основном структурные факторы описаны самыми крупными мазками. Наиболее подробно они раскрываются в документах Южной Кореи, Сербии и Таиланда. Хотя и в этих случаях

<sup>10</sup> ТП – торговые партнеры.

<sup>11</sup> ELB – Effective Lower Bound.

<sup>12</sup> Кроме Великобритании, где коммуникация сосредоточена на статистических факторах в связи с заменой таргетируемого индекса, и Перу.

влияние отдельных факторов на целевой уровень инфляции характеризуется только качественно (механизм, направление, но не масштаб).

Рядом центральных банков, где решению предшествовал период пониженного инфляционного давления, в числе дополнительных аргументов приводится динамика *инфляционных ожиданий* – то, что они фактически уже находятся вблизи нового уровня цели (Сербия, Таиланд).

Дважды в коммуникации упоминается «оптимальный» уровень инфляции<sup>13</sup>, но в различном, по сути, противоположном значении. Банк Кореи заявляет, что оценивает оптимальный уровень инфляции, позволяющий максимизировать благосостояние корейской экономики, на уровне новой цели (2%), не раскрывая, однако, методологии расчета. В переписке Центрального банка и Правительства Норвегии, предшествующей снижению цели, напротив, говорится, что дать точную количественную оценку оптимальному уровню инфляции для Норвегии невозможно (подразумевая, что это затруднительно для любой экономики), что, соответственно, оставляет пространство для выбора.

В нескольких случаях (Сербия, Перу, Бразилия, Уругвай) особое внимание уделено *ожидаемым положительным результатам* изменения уровня цели, среди которых называется повышение привлекательности национальной валюты и доверия к ней, улучшение инвестиционного климата и снижение долгосрочных ставок в экономике.

При этом «упреждающие дезинфляторы» в своих обоснованиях в принципе останавливаются только на целях, а не на предпосылках пересмотра целевого уровня инфляции и делают акцент на валютном аспекте: желаемом снижении валютизации в экономике и, как следствие, ее чувствительности к внешним шокам. Банк Перу, в частности, объясняет выбор уровня цели на уровне развитых стран в том числе задачей не допустить устойчивого обесценения национальной валюты по отношению к валютам этих стран.

В заключение можно отметить, что во всех рассмотренных нами случаях официальная коммуникация относительно пересмотра уровня цели является не слишком развернутой и в основном ограничивается кратким набором базовых посылов.

Для того чтобы получить более глубокое представление об объективных предпосылках и последствиях снижения целевого уровня инфляции, обратимся к анализу объективных макроэкономических условий в период, предшествовавший снижению цели по инфляции, а также после пересмотра цели.

---

<sup>13</sup> Здесь мы характеризуем коммуникацию в рамках основных официальных документов государственных институтов, ответственных за установление цели по инфляции (как правило, центральных банков или правительств), которые были опубликованы в период до или сразу после изменения цели по инфляции. Существуют исследовательские публикации сотрудников центральных банков рассматриваемых стран, где затрагиваются вопросы оценки оптимального уровня инфляции (например, Yongseung, Su Park, 2016), однако они носят теоретический характер и не были напрямую привязаны к пересмотру цели по инфляции центральным банком.

### 3. Предпосылки, условия и последствия пересмотра уровня цели

#### 3.1. Инфляционный фон и инфляционные ожидания в период перед переходом к новой цели

Ключевой особенностью, которая объединяет большинство стран, где была снижена среднесрочная цель, является достаточно продолжительный период заметно пониженной инфляции непосредственно перед пересмотром цели: от 1,5–2 лет в Перу и Бразилии до 3–4 лет в Сербии, Южной Корее, на Филиппинах и даже 5 лет в Таиланде перед снижением цели в 2020 г. (рис. 1–7). В Норвегии инфляция в основном колебалась вблизи цели (также и в Великобритании, но мы оставляем ее за скобками настоящего анализа, так как пересмотр цели носил там более технический характер).

По-настоящему заметным исключением является только Уругвай, где, как уже было отмечено выше, инфляция в течение всего периода ИТ (более 10 лет) большую часть времени оставалась выше цели и даже за пределами диапазона допустимых колебаний / целевого диапазона.

Наиболее выраженным по масштабу снижение инфляции перед пересмотром цели было в Сербии, Таиланде и Южной Корее, где она колебалась вблизи нижней границы допустимого/целевого диапазона и регулярно уходила ниже. В Перу и на Филиппинах инфляция в основном находилась в нижней половине допустимого диапазона, но также иногда выходила за его пределы вниз. В большинстве случаев пониженное инфляционное давление наблюдалось на фоне достаточно устойчивого роста экономики и высокого уровня занятости, что, наряду с самой продолжительностью периода низкой инфляции, могло сигнализировать о структурном характере замедления темпов роста цен.

Фактическая ценовая динамика способствовала снижению инфляционных ожиданий. В Сербии, Южной Корее и Таиланде они постепенно опускались к нижней границе диапазона<sup>14</sup>. В Перу и на Филиппинах снижение было менее выраженным<sup>15</sup>.

В то же время снижение инфляционных ожиданий в свою очередь делало замедление инфляции еще более устойчивым и могло подпитываться и другими факторами. Так, в случае центральных банков – «серийных ревизоров» (Южная Корея, Таиланд) сам факт регулярного проведения ревизии основных параметров ИТ (не обязательно выливающейся в их изменение) мог подготовить участников финансовых рынков к возможному снижению цели.

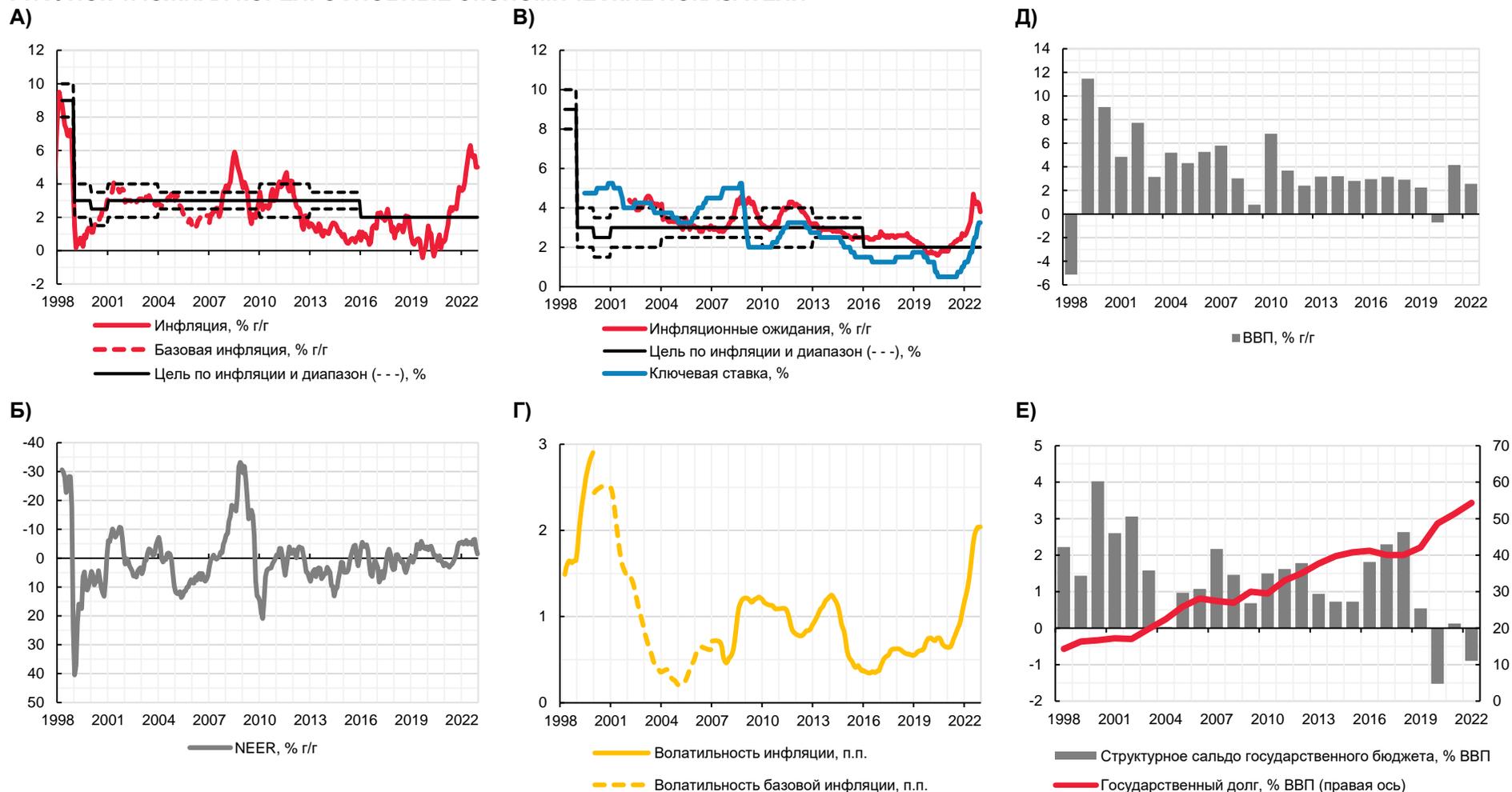
В ряде случаев значимый вклад в упреждающее снижение инфляционных ожиданий могла внести информационная политика центральных банков, объявлявших «новый» уровень цели задолго до его установления.

Так, Центральный банк Филиппин анонсировал намерение установить цель на уровне  $3 \pm 1\%$  начиная с 2015 г. еще в 2010 г., как только было принято решение перейти от ежегодно изменяемой цели к среднесрочной (на первом этапе составившей  $4 \pm 1\%$ ).

<sup>14</sup> В случае Южной Кореи речь идет об ожиданиях населения (по опросу Банка Кореи), тогда как ожидания профессиональных участников финансовых рынков замедлялись еще сильнее и опускались за нижнюю границу целевого диапазона (ближе к 1% при нижней границе 2,5%). В Сербии, напротив, ожидания населения, как уже было отмечено, оставались несколько повышенными.

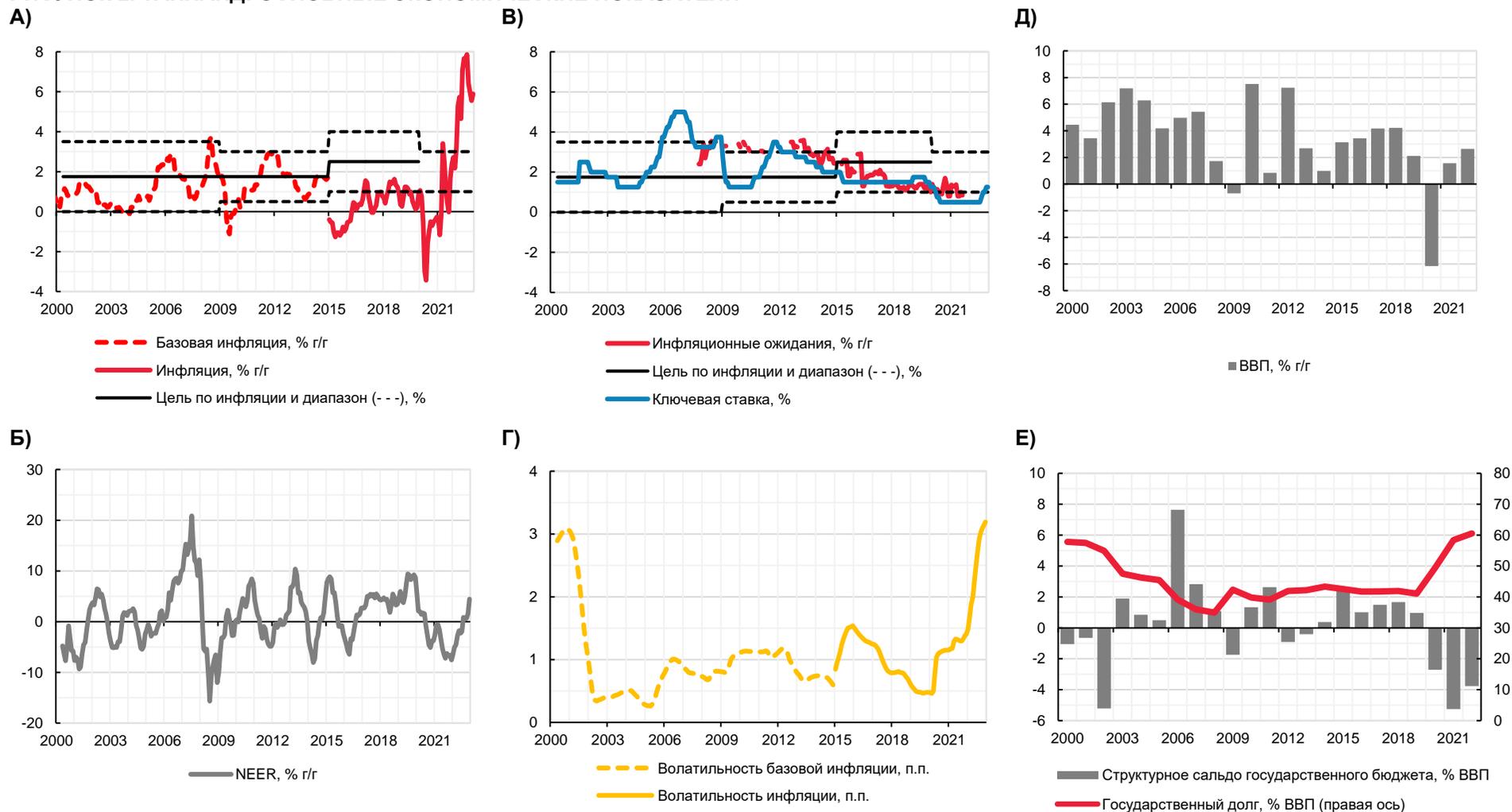
<sup>15</sup> В Перу это относится к ожиданиям всех участников экономики – финансовых рынков, населения и нефинансовых предприятий (по опросу Банка Перу). На Филиппинах, как и в Сербии, несколько повышенными оставались ожидания населения – на 1 п.п. выше верхней границы допустимого интервала при заякоренности ожиданий аналитиков вблизи цели.

**РИСУНОК 1. ЮЖНАЯ КОРЕЯ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ**



**Примечания.**  
 А), Г) С января 2000 г. по декабрь 2006 г. целевым индексом являлся индекс базовой инфляции.  
 Б) NEER – Nominal Effective Exchange Rate.  
 В) Прогноз аналитиков по темпам роста CPI в следующие 12 месяцев.  
 Г) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.  
 Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.  
 Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.  
 Источники: Центральный банк Южной Кореи, Svobods, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

РИСУНОК 2. ТАИЛАНД: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ



Примечания. А), Г) До января 2015 г. целевым индексом являлся индекс базовой инфляции.

Б) NEER – Nominal Effective Exchange Rate.

В) Прогноз аналитиков по темпам роста CPI в следующие 12 месяцев.

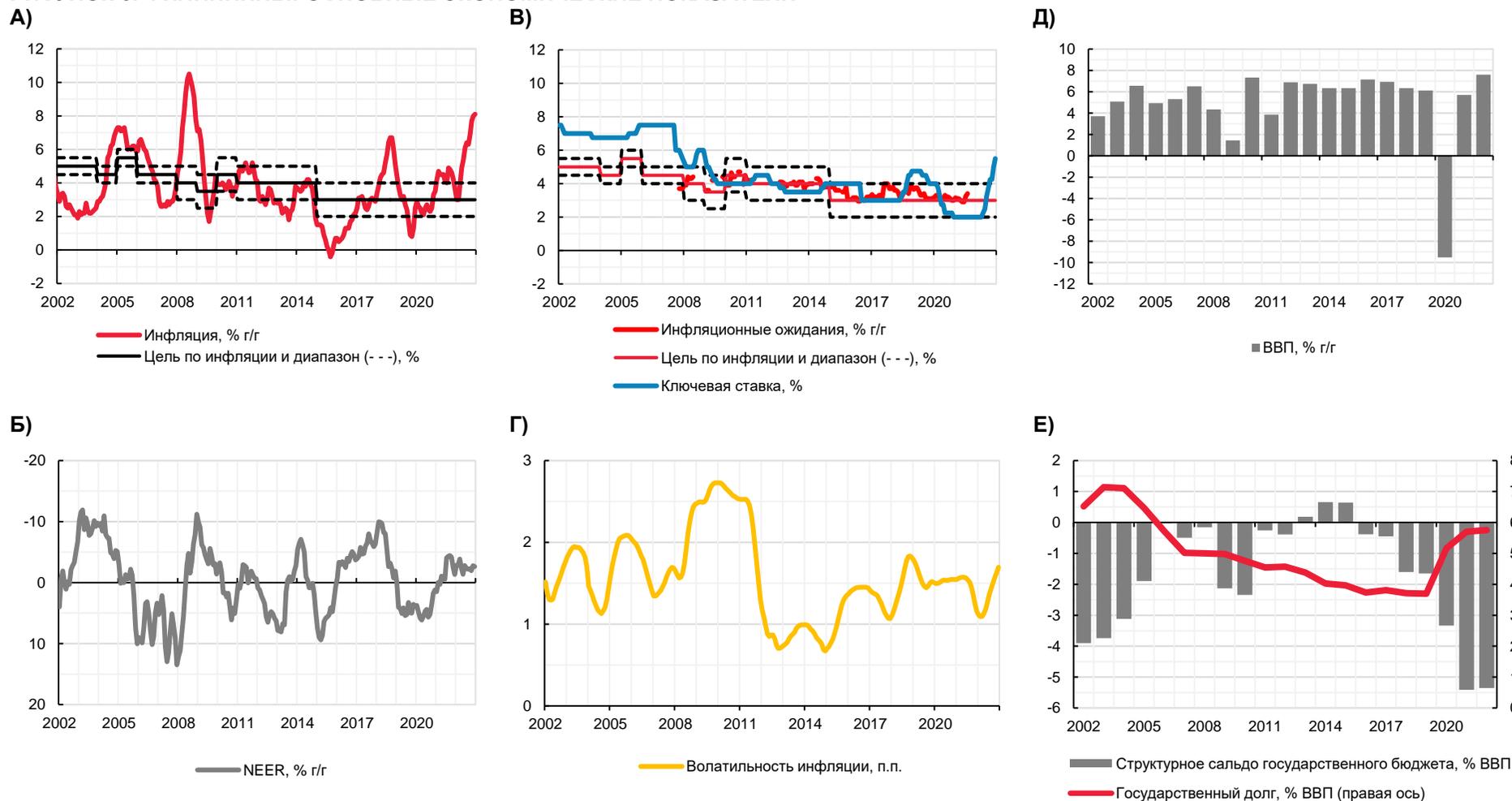
Г) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.

Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.

Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.

Источники: Центральный банк Таиланда, Sbond, Bloomberg, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

РИСУНОК 3. ФИЛИППИНЫ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ



Примечания.

Б) NEER – Nominal Effective Exchange Rate.

В) Прогноз аналитиков по темпам роста CPI в следующие 12 месяцев.

Г) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.

Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.

Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.

Источники: Центральный банк Филиппин, Sbondz, Bloomberg, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

Банк Уругвая также объявил о планируемом снижении верхней границы целевого диапазона по инфляции заранее – за 2 года до изменения цели (в августе 2020 г.). Это в сочетании с наблюдавшимся в конце 2020 – начале 2021 г. фактическим замедлением инфляции на фоне пандемии коронавирусной инфекции могло стать одним из факторов снижения инфляционных ожиданий, особенно выраженного для аналитиков и участников финансового рынка, до уровней, близких к историческим минимумам. Однако и при этом среднесрочные (на срок 2 года) инфляционные ожидания всех групп участников экономики остались выше верхней границы нового целевого диапазона (как на периоде между объявлением и осуществлением перехода, так и после него), а также достаточно чутко отреагировали на последующее ускорение инфляции (кроме ожиданий аналитиков), что определялось в первую очередь предыдущей, не слишком успешной историей ИТ.

В Бразилии установить цель по инфляции ниже 4% планировалось еще в начале 2000-х гг. (первоначально на 2002–2003 гг. были установлены цели 3,5 и 3,25%). Внешние и внутренние шоки начала 2000-х гг. вынудили пересмотреть стратегию и длительное время удерживать цель на уровне 4,5% (с различными диапазонами колебаний), чтобы стабилизировать инфляционные ожидания (рис. 4В). О возобновлении снижения цели с 2019 г. Бразилия объявила заранее – в 2017 году. При этом была выбрана достаточно нестандартная схема: поэтапное снижение цели с шагом в 0,25 п.п. раз в год, позволяющее оценить, насколько ожидания рынком будущей инфляции подстраиваются под объявленную цель (рис. 4В). Стратегия Бразилии состояла в том, чтобы «нащупать» оптимальный уровень инфляции, ориентируясь на инфляционные ожидания участников рынка. Это, согласно официальным комментариям, рассматривается как гарантия того, что переход бразильской экономики к новому уровню цели по инфляции будет безболезненным.

Вклад макроэкономической политики в подготовку почвы для пересмотра цели по инфляции и упреждающее снижение инфляционных ожиданий в ряде стран, включая Бразилию, не ограничивался информационной политикой центрального банка. Остановимся на этом подробнее в следующем пункте.

### ***3.2. Повышение макроэкономической стабильности и структурные изменения как предпосылки пересмотра цели по инфляции***

В целом ряде стран важными предпосылками для пересмотра цели по инфляции вниз стало укрепление доверия к проводимой в стране макроэкономической политике в результате целенаправленных усилий государства, а сам пересмотр, по сути, стал частью пакета структурных реформ финансового блока (Бразилия, Уругвай) или экономики в целом (Сербия, Норвегия, Чехия).

Так, в Бразилии дорогу к началу цикла снижения цели по инфляции открыл старт реформ, запущенных после завершения в 2016 г. политического и экономического кризиса в стране и смены президента. Новое Правительство Бразилии занялось решением давней проблемы дефицитов бюджетной системы и в целом укреплением долгосрочной стабильности фискальной политики. Для этого в 2016 г. была, в частности, принята поправка к конституции, ограничивающая темпы роста бюджетных расходов уровнем инфляции предыдущего года. Правительство Бразилии совместно с Центральным банком также продемонстрировало усиление приоритета поддержания ценовой стабильности после периода повышенной инфляции 2013–2016 гг. (рис. 4Е). Все это внесло вклад в снижение инфляционных ожиданий профессиональных участников финансовых рынков.

Для Сербии снижение цели и сближение ее с другими европейскими странами стало возможным в результате положительных структурных изменений, произошедших за 5 лет с момента установления исходной цели ( $4 \pm 1,5\%$ ) в 2012 году. В этот период Сербия еще

проходила этап трансформации после провозглашения независимости в 2008 году. Позитивным изменениям в экономике в значительной мере способствовала ответственная и согласованная макроэкономическая политика, включая стратегию фискальной консолидации (рис. 4Е) и последовательную ДКП. За период 2012–2016 гг. значительно улучшились показатели платежного баланса (дефицит текущего счета сократился более чем вдвое до менее 5% ВВП и в 2016 г. полностью покрывался притоком прямых иностранных инвестиций), выросла открытость экономики (уровень свободы торговли), повысились внешние оценки качества бизнес-климата и международный рейтинг страны, снизились индикаторы странового риска.

Рост доверия к политике Центрального банка нашел отражение в снижении инфляционных ожиданий всех участников экономики (хотя ожидания населения оставались несколько повышенными – у верхней границы интервала допустимых колебаний, тогда как ожидания финансового и корпоративного сектора опустились к нижней границе). Заметно сократилась волатильность инфляции (рис. 4Г). Ощутимый вклад в снижение ценового давления внесла стратегическая программа правительства по оптимизации издержек и тарифов государственных предприятий, что снизило их вклад в инфляцию даже сильнее, чем ожидалось (с 2 п.п. в 2013 г. до 0,4 п.п. в 2016 г.). Кроме того, Банк Сербии изначально предполагал динамичное сближение внутренних цен с ценами в еврозоне, но в действительности процесс шел более медленными темпами, что заставило Центральный банк пересмотреть свои оценки. В результате было решено, что и более низкая цель ( $3 \pm 1,5\%$ ) оставляет достаточное пространство для конвергенции цен, будучи на 1 п.п. выше целевого уровня инфляции в еврозоне.

Опыт Сербии в значительной мере перекликается с опытом Чехии, экономика которой проходила масштабную трансформацию в период вступления в Европейский союз (далее – ЕС) (и подготовки к нему) в 2000-х годах. Чехия не была включена в основной анализ, так как изменение цели происходило, по сути, на переходном этапе<sup>16</sup>, однако интерес представляет подробное и глубокое обоснование возможности в коммуникации Банка Чехии при переходе от цели  $3 \pm 1\%$ , действовавшей с 2006 г., к  $2 \pm 1\%$  с 2010 года.

Предпосылки для снижения целевого уровня инфляции сложились благодаря тому, что структурная перестройка экономики и сближение с развитыми странами Европы значительно продвинулись вперед с момента установления предыдущей цели. Так, в целом был завершен процесс дерегулирования цен и гармонизации (с ЕС) системы косвенного налогообложения. Экономическая интеграция с ЕС привела к значительному расширению внешней торговли. Процесс подстройки относительных цен прошел наиболее динамичную фазу и существенно замедлился. Кроме того, цены на торгуемые товары продемонстрировали достаточную гибкость к понижению в условиях умеренного роста заработной платы и высокого роста производительности в секторе промышленного производства. В основном завершилась и перестройка структуры потребления (которая приводила в том числе к статистическому завышению инфляции), в потребительской корзине выросла доля потребительских товаров с нерегулируемыми ценами. Инфляционные ожидания участников финансовых рынков закоренились на уровне чуть ниже цели, и в целом сформировался консенсус, что экономика может устойчиво расти при низком уровне инфляции.

Интересен также пример Норвегии: ключевым триггером для пересмотра уровня цели послужило завершение периода повышенного притока доходов от нефтегазового экспорта.

<sup>16</sup> Центральный банк перешел к ИТ в 1998 г. со стратегическим намерением снизить инфляцию до 2% в обозримом будущем. До 2005 г. явно имел место период дезинфляции с постепенно снижающимися целями по инфляции. В 2004 г. была объявлена среднесрочная цель на уровне  $3 \pm 1\%$ , начинающая действие с 2006 года. Однако в этот период Чехия уже вступила в ЕС, и цель по инфляции позиционировалась как временная – до периода присоединения страны к еврозоне, которое ожидалось в районе 2010 года. Однако уже в 2006–2007 гг. стало ясно, что вступление в зону евро откладывается в связи с задержкой в процессе фискальной консолидации, выступавшей одним из необходимых условий для него (затем под влиянием мирового финансового кризиса и долгового кризиса в Европе снизилась и внутренняя уверенность в необходимости присоединения к еврозоне), и Центральный банк продолжит проводить независимую ДКП, в том числе принимать решение об уровне цели. Проведя дополнительный анализ, Банк Чехии в начале 2007 г. объявил о снижении цели до  $2 \pm 1\%$  с 2010 года.

Именно этот приток указывался как причина изначального выбора более высокой цели (2,5%) по сравнению с сопоставимыми странами в 2001 году. Ожидалось, что поступление растущих доходов от экспорта энергоносителей будет приводить к реальному укреплению национальной валюты, которое может проявлять себя через повышенную относительно других европейских стран инфляцию. Период высоких цен на нефть сопровождался расширением доли государственного и неторгуемого сектора, что оценивалось как фактор снижения уровня конкуренции в экономике, а также повышенным ростом заработной платы, что оказывало дополнительное давление на издержки. Резкое снижение мировых цен на нефть в 2014–2015 гг. (рис. 4В) и структурные изменения, произошедшие на рынке углеводородов, заставили многие страны, включая Норвегию, пересмотреть взгляд на долгосрочные перспективы цен на энергоносители, что стало поводом переосмыслить адекватность уровня цели по инфляции (рис. 4А).

Таким образом, на первый взгляд, предпосылкой снижения целевого уровня инфляции стали внешние структурные факторы. Однако следует отметить, что за период с 2001 г. в полную силу заработали усовершенствованные бюджетные механизмы абсорбирования избыточных нефтяных доходов<sup>17</sup>. Они доказали свою эффективность в сглаживании колебаний конъюнктуры мирового рынка углеводородов на внутренние условия в норвежской экономике, и это создало прочную основу для снижения тех возможных проинфляционных рисков, которые учитывались при установлении исходной, более высокой цели.

Если в первое десятилетие ИТ обращает на себя внимание выраженная и продолжительная реакция Банка Норвегии на эпизоды отклонения инфляции вверх от цели, то в дальнейшем Банку Норвегии удастся удерживать инфляцию вблизи (в среднем чуть ниже) 2,5% при более мягкой и менее волатильной ДКП. Безусловно, свой вклад здесь вносили и внешние факторы, прежде всего пониженное инфляционное давление в Европе в период после мирового финансового кризиса. Однако при сравнении Норвегии с другими странами – экспортерами энергоресурсов становится очевидно, что такая динамика была бы невозможна без эффективно работающего механизма бюджетного правила, сформированного высокого уровня доверия к ДКП и закоренения инфляционных ожиданий<sup>18</sup>.

В заключение остановимся на менее успешном, но важном примере Уругвая. Объявление о планируемом в среднесрочной перспективе снижении верхней границы целевого интервала для инфляции в середине 2020 г. сопровождалось рядом важных перемен. В частности, Банк Уругвая заявил о смене операционного ориентира ДКП с денежно-кредитных агрегатов на краткосрочную процентную ставку, что должно было сделать ДКП более прозрачной и эффективной, а Министерство финансов взяло курс на постепенную фискальную консолидацию. Длительный период стимулирующей бюджетной политики, способствовавший в том числе опережающему росту заработной платы относительно повышения производительности труда, а также недостаточно последовательная ДКП, опиравшаяся на морально устаревший инструментарий,

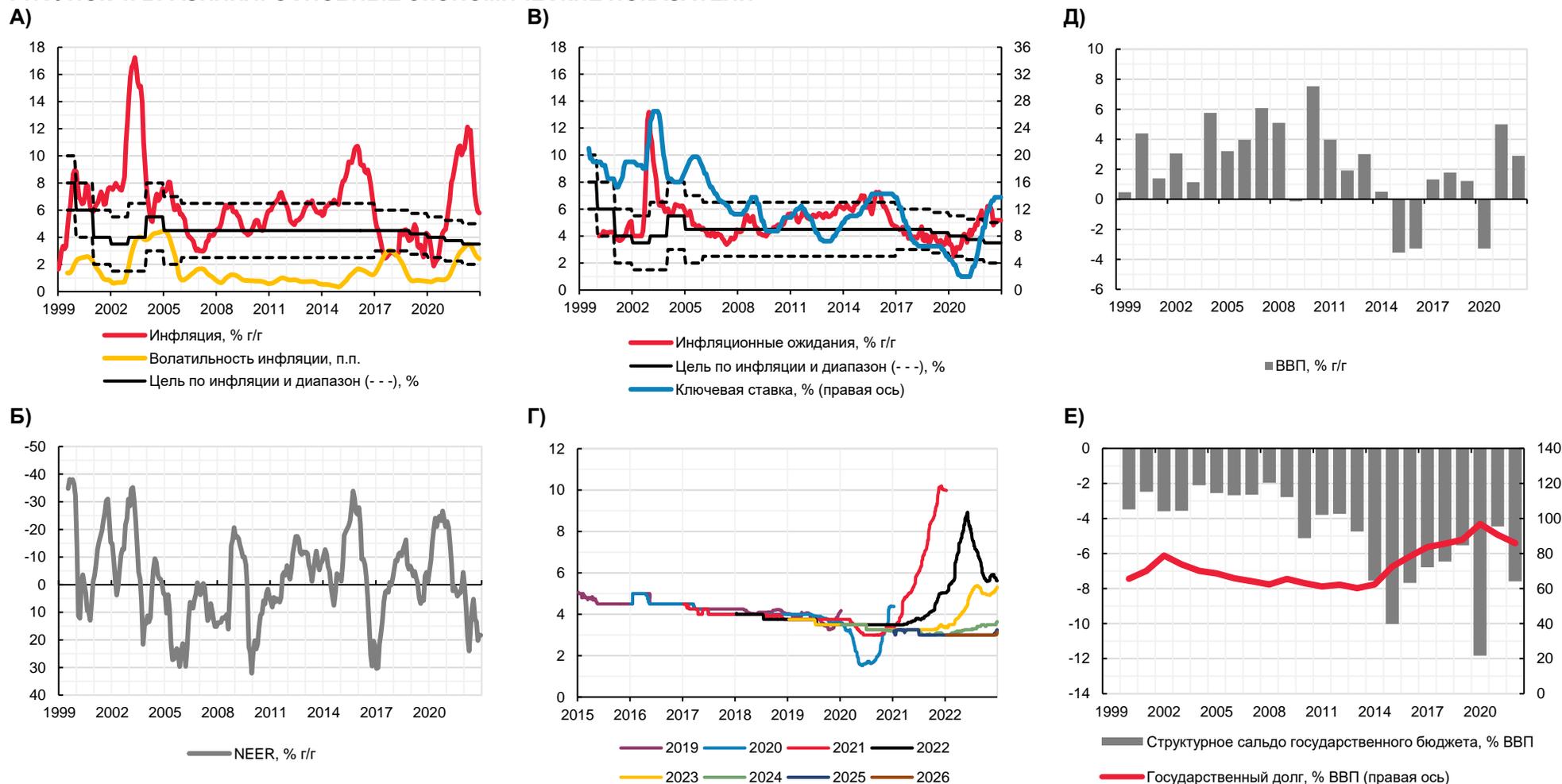
<sup>17</sup> Бюджетное правило, действующее в Норвегии в настоящий момент, было принято в 2001 г., одновременно с переходом к ИТ. Его суть состоит в том, что все доходы бюджета, поступающие от нефтегазового сектора, абсорбируются в специализированный государственный фонд (Government Pension Fund Global), расходование средств которого ограничивается объемом ожидаемого реального дохода от его инвестирования (изначально он был оценен на уровне 4%, затем в 2017 г. понижен до 3%). В долгосрочной перспективе правило подразумевает, что тело фонда остается фактически неизменным и сохраняется для будущих поколений, а бюджетные расходы равны сумме доходов бюджета от ненефтегазового сектора и прибыли от размещения средств Фонда. В краткосрочной перспективе, однако, существует некоторая гибкость: объемы расходования нефтегазовых доходов могут временно превышать траекторию, соответствующую правилу, для сглаживания экономического цикла и резких колебаний ненефтегазового сальдо, но должны возвращаться на нее в среднесрочной перспективе. На начальном этапе, в особенности в период кризиса 2002 г. (кризис «доткомов») эта гибкость использовалась активно, но уже после 2005 г. преобладали отклонения темпов расходования средств Фонда вниз от долгосрочной траектории, заложенной в правиле. Правила возвращения расходов на эту траекторию несколько раз дорабатывались (в том числе в 2015 и 2017 гг.), но по-прежнему предполагают значительную степень гибкости для правительства.

<sup>18</sup> Долгосрочные инфляционные ожидания всех ключевых аудиторий в период перед пересмотром цели устойчиво находились вблизи цели. Непосредственно перед снижением цели ближе к 2% сместились долгосрочные инфляционные ожидания аналитиков, что могло быть реакцией на уже происходившее обсуждение возможного пересмотра цели.

не могли не вносить заметный вклад в устойчиво низкие результаты ИТ на предыдущем этапе. В связи с этим реформы были восприняты участниками финансовых рынков с энтузиазмом, что нашло отражение и в рассмотренной нами выше динамике инфляционных ожиданий. Однако для закрепления положительных изменений необходимы заметные фактические сдвиги, которых в Уругвае пока достичь не удалось, что отчасти было связано с особенностями периода, в который осуществлялся переход, о чем мы скажем ниже.

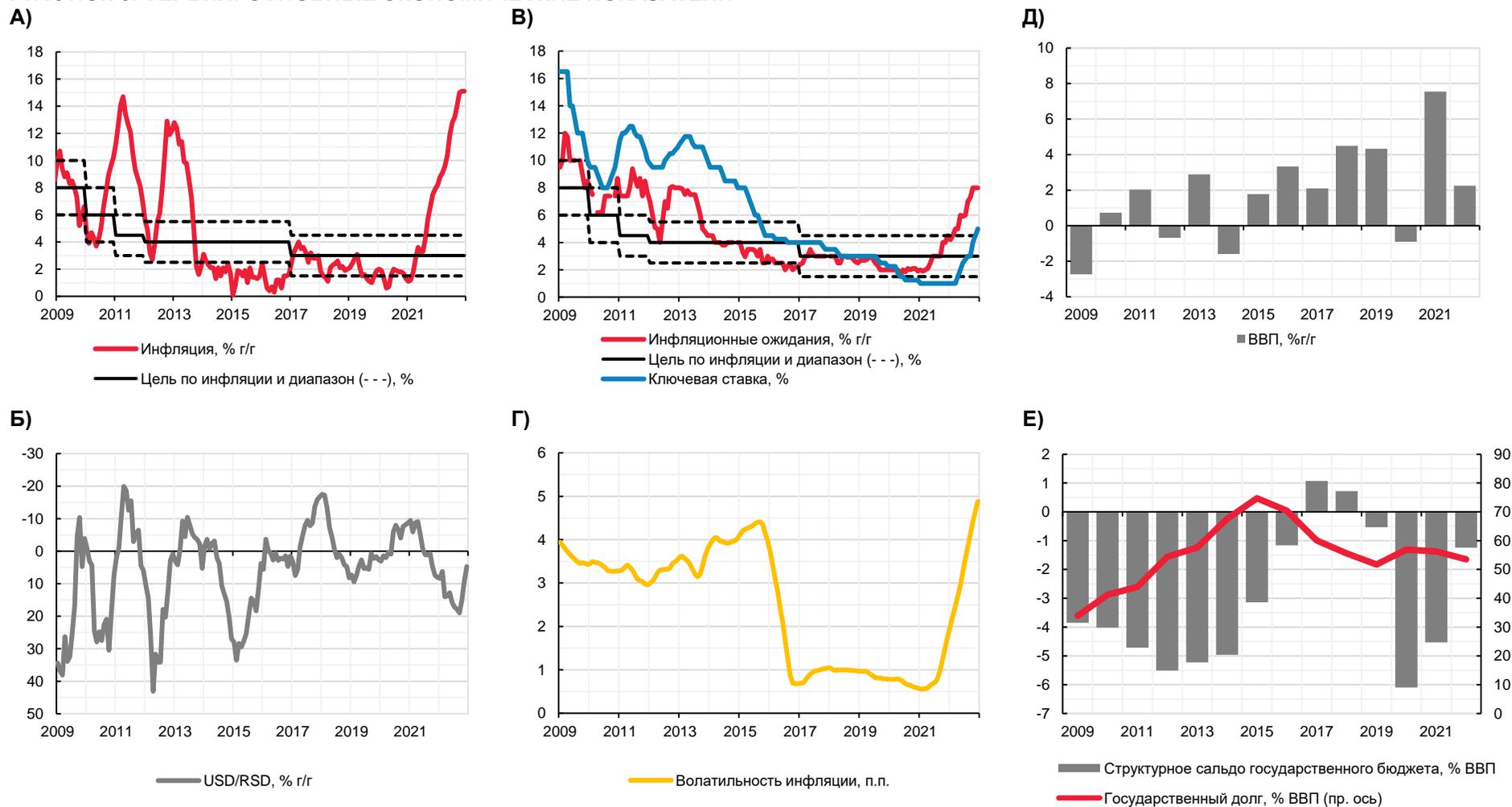
Можно отметить также, что и в тех случаях, когда изменение уровня цели по инфляции не являлось частью более широких изменений макроэкономической политики или их непосредственным продолжением, а выступало скорее внутренней процедурой центрального банка (что наиболее характерно для групп «сопутствующего пересмотра» и «серийных ревизоров» – см. подраздел 1.2), оно всегда происходило в тесной координации с правительством в части тактических аспектов перехода, включая соответствующую адаптацию законодательства и траектории изменения администрируемых тарифов, цен и заработной платы в бюджетном секторе экономики. Этому способствовали в том числе уже отмеченные выше институциональные особенности рассмотренных стран: в подавляющем большинстве из них (кроме Перу) решение об уровне цели по инфляции принимается в согласовании с правительством или непосредственно правительством. В результате органы исполнительной власти, в первую очередь министерство финансов, автоматически были глубоко вовлечены в обсуждение и имплементацию решения об изменении целевого уровня инфляции.

**РИСУНОК 4. БРАЗИЛИЯ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ**



**Примечания.**  
 А) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.  
 Б) NEER – Nominal Effective Exchange Rate.  
 В) Прогноз аналитиков по темпам роста CPI в следующие 12 месяцев.  
 Г) Прогнозы аналитиков по темпам роста CPI на конец соответствующего года.  
 Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.  
 Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.  
 Источники: Центральный банк Бразилии, Svopds, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

РИСУНОК 5. СЕРБИЯ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ



Примечания.

Б) Динамика номинального курса доллара США к сербскому динару.

В) Прогноз аналитиков по темпам роста CPI в следующие 12 месяцев.

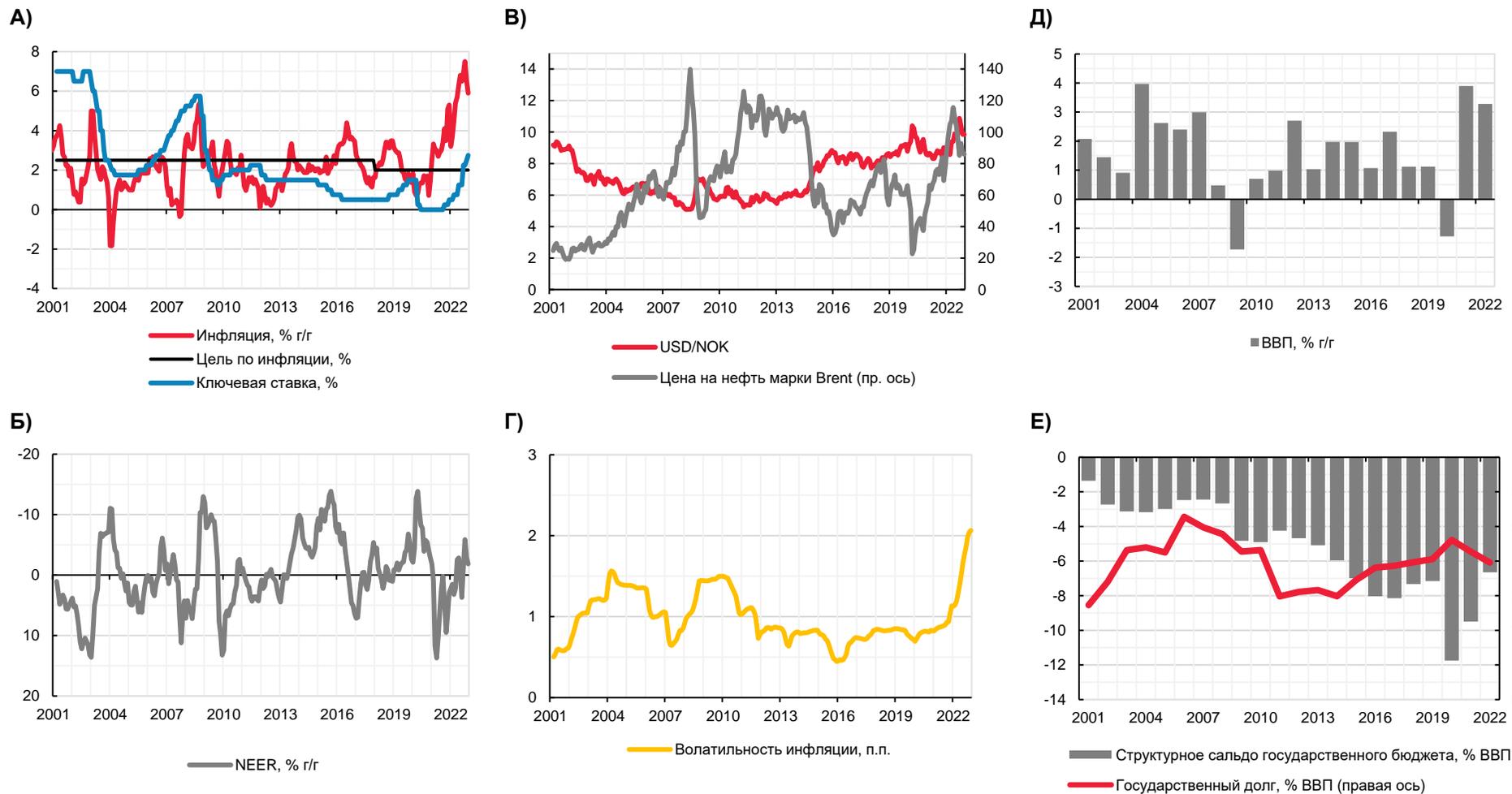
Г) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.

Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.

Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.

Источники: Центральный банк Сербии, Svoboda, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

**РИСУНОК 6. НОРВЕГИЯ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ**



Примечания.

Б) NEER – Nominal Effective Exchange Rate.

В) Номинальный курс доллара США к норвежской кроне и цена нефти марки Brent на конец соответствующего месяца.

Г) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.

Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.

Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.

Источники: Центральный банк Норвегии, Svonds, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

### 3.3. Денежно-кредитная политика в период пересмотра целевого уровня инфляции

Поговорим теперь об особенностях ДКП в окрестностях пересмотра целевого уровня инфляции – уже не в части стратегических аспектов, а в части динамики ключевой ставки и направленности ДКП.

В подавляющем большинстве случаев ДКП в период, предшествовавший изменению цели по инфляции, оставалась скорее мягкой<sup>19</sup> (Южная Корея, Таиланд, Филиппины) или значительно смягчалась (Сербия, Бразилия) в связи с пониженным инфляционным давлением. Таким образом, инфляция в этот период находилась ниже цели не в результате целенаправленной политики центральных банков<sup>20</sup>. Можно отметить, что центральные банки, как правило, в своих среднесрочных прогнозах ожидали возвращения инфляции к точечной цели / середине целевого диапазона, в том числе под влиянием проводимой ДКП. Однако их модельные расчеты могли опираться на несколько неточные представления о трендах и равновесии, если на практике действительно имели место структурные изменения, не успевавшие находить отражение в моделях.

В то же время в нескольких случаях можно заметить признаки дополнительной осторожности (предпочтения в сторону жесткости) центральных банков непосредственно накануне снижения уровня цели. Так, на Филиппинах во втором полугодии 2014 г. (за полгода до снижения цели) ключевая ставка была дважды повышена (в сумме на 50 б.п.) в связи с ростом инфляционного давления. Инфляция только достигла уровня действующей цели – 4%, и вызвано это было в основном факторами со стороны предложения (продовольствие, электроэнергия). Инфляционные ожидания аналитиков находились вблизи 4%. Однако Центральный банк уже воспринимал этот уровень как верхнюю границу допустимого интервала в следующем году ( $3 \pm 1\%$ ), что заставило его действовать более решительно, хотя и не выходя однозначно в область жесткой ДКП. Следует отметить, что инфляция в 2015 г. ушла значительно ниже нижней границы нового интервала, оставалась там более 1,5 лет и даже побывала в отрицательной области. Конечно, основной причиной этого было не предшествующее повышение ключевой ставки, а резкое снижение мировых цен на энергоносители. Однако в этом эпизоде обращает на себя внимание некоторая асимметрия реакции Центрального банка, длительное время не снижавшего ставку в условиях низкой инфляции. Это было связано с необходимостью дать ожиданиям закрепиться на уровне новой цели. Характерно, что первое снижение ключевой ставки после смены цели было сделано тогда, когда ожидания аналитиков понизились до 3%. В странах, где ожидания снизились заранее (Сербия, Таиланд, Южная Корея), такой особенности ДКП не наблюдалось<sup>21</sup>.

Значительно большую жесткость ДКП, чем на Филиппинах, демонстрировал Центральный банк Перу, где ключевая ставка была повышена на 150 б.п. в течение 2006 г., предшествовавшего снижению цели, хотя инфляция только на несколько месяцев вышла на уровень чуть выше цели (2,5%), оставаясь далеко от верхней границы диапазона допустимых колебаний. Банк Перу позиционировал эти решения как направленные не столько на борьбу с

<sup>19</sup> Учитывая неопределенность в оценке уровня нейтральной ставки для каждой конкретной страны и конкретного периода, оценить направленность ДКП со 100%-ной вероятностью может быть затруднительно. Здесь мы опираемся на оценки самих центральных банков, косвенно подтверждаемые динамикой индикаторов реальной экономики.

<sup>20</sup> Если и можно заметить толерантность некоторых центральных банков к нахождению инфляции ближе к нижней границе допустимого интервала / целевого диапазона, то в этих случаях она объясняется скорее оценкой баланса рисков, в том числе рисков формирования дисбалансов на финансовых рынках.

<sup>21</sup> В Таиланде ключевая ставка была повышена единожды за период пониженной инфляции (на 25 б.п.), но в тот момент она уже долго находилась на весьма низком уровне (1,5%), и Центральный банк имел опасения по поводу формирования дисбалансов на финансовом рынке. Более того, уже в следующем году (который непосредственно предшествовал снижению цели) Центральный банк переосмыслил ситуацию и приступил к агрессивному снижению ключевой ставки, чтобы не допустить продолжительного нахождения инфляции ниже цели и экономики ниже потенциала, тогда как для поддержания финансовой стабильности были интенсифицированы макропруденциальные меры.

инфляцией, сколько на снижение волатильности на валютном рынке (это перекликается с акцентом на валютный курс и при обосновании решения о смене уровня цели). Однако они не могли не влиять и на инфляцию. Так, в конце 2006 – начале 2007 г. она опустилась ниже нижней границы как старого, так и нового диапазона допустимых отклонений (что не сопровождалось смягчением ДКП).

Таким образом, пониженное инфляционное давление в Перу накануне снижения цели могло быть в меньшей мере, чем в других рассмотренных странах, связано со структурными факторами и в большей мере быть следствием проводимой ДКП.

Резкое повышение ключевой ставки (более чем на 5 п.п.) в течение года, предшествовавшего снижению верхней границы целевого диапазона для инфляции, происходило и в Уругвае. Однако оно было вполне обоснованным в условиях заметно повышенной инфляции (на фоне влияния последствий пандемии), а также объяснялось эффектом низкой базы: при начале применения ключевой ставки как основного инструмента ДКП в 2020 г. Банк Уругвая установил ее на уровне 4,5%, что слабо соответствовало экономическим реалиям, в том числе наблюдавшейся динамике инфляции и инфляционных ожиданий (рис. 8).

### **3.4. Итоги пересмотра уровня цели**

В большинстве стран, где уровень цели по инфляции был снижен уже достаточно давно для того, чтобы оценивать результаты (Норвегия, Сербия, Филиппины, Южная Корея), адаптация к новому целевому уровню произошла достаточно быстро и гладко. Темпы роста цен с момента пересмотра, как правило, колебались вблизи (Норвегия, Филиппины) или чуть ниже (Сербия, Южная Корея) новых целей (рис. 1; 3; 5; 6). Соответствующим образом снижались и инфляционные ожидания. Безусловно, особняком стоит ценовая динамика конца 2021 – 2022 г., когда под влиянием последствий пандемии и геополитической нестабильности в мире инфляция значительно превысила цель во всех рассматриваемых странах.

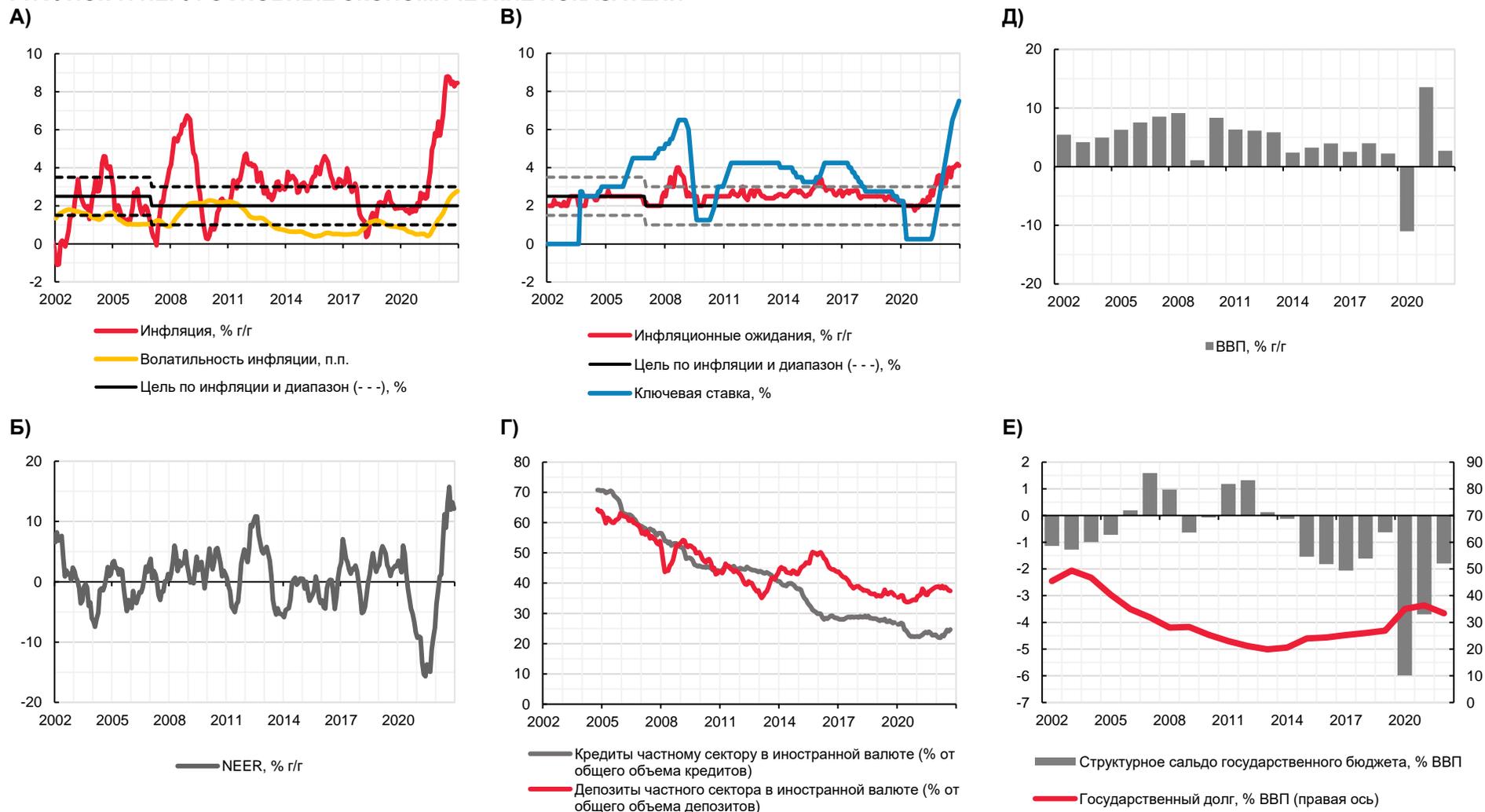
В связи с этим трудно пока оценивать итоги пересмотра целевого уровня по инфляции в Таиланде, Уругвае, Бразилии, так как в этих странах он пришелся на крайне турбулентный период. Можно только сказать, что в Бразилии в 2019 и 2020 гг. (первые два «шага» снижения цели) картина в целом соответствовала той, что была описана выше: инфляция близка к новой цели, преимущественно в нижней половине допустимого диапазона, инфляционные ожидания, соответственно, снижаются. Для Уругвая же определяющим будет период ближайших нескольких лет: если инфляция наконец устойчиво войдет в целевой диапазон (впервые с начала ИТ), это может оказать принципиальное влияние на инфляционные ожидания, однако потребует крайне последовательной и консервативной политики со стороны Центрального банка.

Ситуация, когда снижение цели по инфляции попадает на кризисный период, может значительно усложнить задачу центрального банка. Это можно наблюдать и на примере Банка Перу, опыт которого заметно отличается от всех остальных рассматриваемых случаев. Пересмотр целевого уровня инфляции в Перу пришелся на момент начала мирового финансового кризиса (2007 г.), в итоге всего через полгода после снижения цели инфляция резко повысилась, вышла за пределы допустимого диапазона, несмотря на заметное ужесточение ДКП, и оставалась там более 1,5 года, что, соответственно, отразилось и на инфляционных ожиданиях.

Однако возникшие в Перу трудности нельзя свести только к негативному влиянию кризиса. Инфляция устойчиво находилась выше цели и в период 2011–2017 гг. (после того, как основные последствия кризиса уже были преодолены), колебалась скорее вокруг верхней границы диапазона с регулярными и продолжительными выходами за нее при относительно жесткой ДКП. Инфляционные ожидания всех участников экономики тоже находились вблизи верхней

границы и выше (хотя в момент перехода к новой цели они быстро перестроились на нее, но этот эффект не закрепился). Только в 2018–2019 гг. при поддержке факторов со стороны как спроса, так и предложения инфляция стабилизировалась вблизи 2%. В итоге в среднем за весь период с начала применения новой цели (15 лет) инфляция сложилась на уровне почти 3%. Это заставляет задуматься о том, что несколько смещенный (на внешние условия) фокус ДКП в момент пересмотра цели мог привести Банк Перу к слишком значительному или раннему ее снижению, не вполне соответствующему сложившимся на тот момент фундаментальным условиям, уровню готовности как участников экономики, так и макроэкономической политики.

РИСУНОК 7. ПЕРУ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

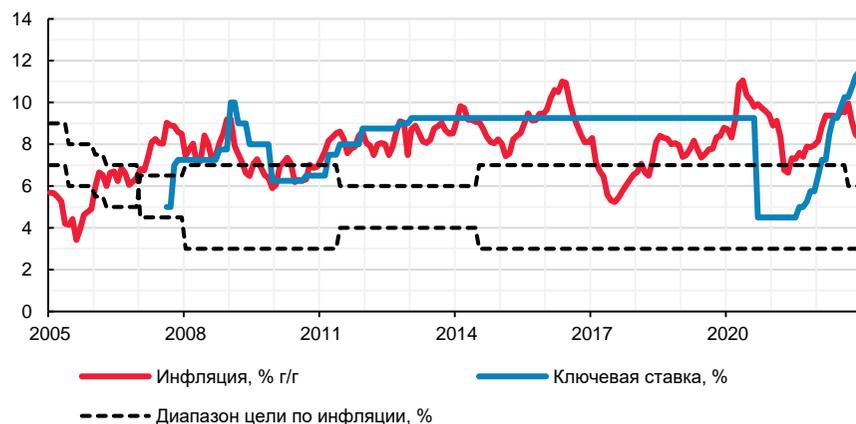


**Примечания.**

- А) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.
  - Б) NEER – Nominal Effective Exchange Rate.
  - В) Прогноз аналитиков по темпам роста CPI на конец следующего года.
  - Д) Темп роста ВВП в постоянных ценах.
  - Е) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.
- Источники: Центральный банк Перу, Svobonds, Банк международных расчетов, Международный валютный фонд.

РИСУНОК 8. УРУГВАЙ: ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

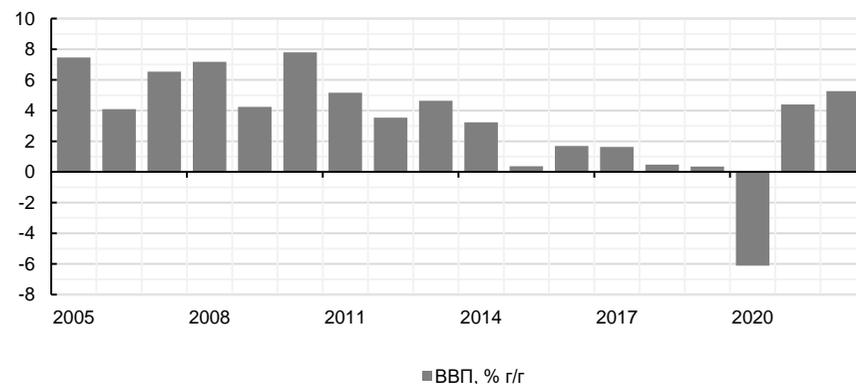
А)



В)



Б)



Г)



Примечания.

А) Волатильность инфляции – стандартное отклонение за последние 3 года.

Б) Темп роста ВВП в постоянных ценах.

Г) Структурное сальдо бюджета рассчитано в % от потенциального ВВП на соответствующий год.

Источники: Центральный банк Уругвая, Svoboda, Международный валютный фонд.

## Выводы

Рассмотренный опыт центральных банков, снижавших цель после достаточно продолжительного периода неизменности, показывает, что результаты пересмотра цели в значительной мере зависят от начальных условий и того, насколько выбранный уровень цели им адекватен.

Во-первых, важен уже завоеванный центральным банком уровень доверия (чему может способствовать длительный и успешный опыт ИТ) и то, насколько общество заранее подготовлено к возможному изменению цели предыдущей коммуникацией. Такая подготовка может выражаться в упреждающем объявлении нового уровня цели (за несколько лет до перехода к нему – как на Филиппинах или в Бразилии) в широкой общественной дискуссии в преддверии изменения целевого уровня инфляции (Норвегия) или в регулярном проведении ревизии основных параметров ИТ (Южная Корея, Таиланд).

Коммуникационная подготовка общества в любой форме и сформированный благодаря последовательной и предсказуемой ДКП высокий уровень доверия позволяют обеспечить упреждающую или очень оперативную подстройку инфляционных ожиданий к новой цели, снизить или исключить возможные издержки адаптации экономики к ней, в том числе сокращая потребность в дополнительной жесткости ДКП на переходном этапе.

Во-вторых, изменение структурных факторов, носящее дезинфляционный характер, как правило, находит отражение в устойчиво пониженном инфляционном давлении (на фоне стабильного роста экономики и отсутствия чрезмерной жесткости ДКП) еще до начала подготовки к снижению цели по инфляции. Для того чтобы с уверенностью идентифицировать устойчивый характер дезинфляционных тенденций, может потребоваться достаточно продолжительный период наблюдений.

В-третьих, в тех случаях, когда уровень инфляционных ожиданий заранее опускался ближе к уровню новой цели, переход к ней проходил максимально гладко, не требуя дополнительной жесткости ДКП, а результаты в среднесрочной перспективе были устойчивыми. Подобное наблюдение не говорит о том, что центральный банк должен намеренно добиваться упреждающего снижения инфляционных ожиданий, проводя чрезмерно жесткую ДКП и заранее искусственно занижая фактический уровень инфляции относительно действующей цели, но меры информационной политики могут активно использоваться для решения этой задачи.

Обобщая второй и третий тезисы, можно сказать, что наиболее органичным переход к новой цели может быть тогда, когда экономика на практике продемонстрировала тяготение к устойчиво более низкому уровню инфляции под влиянием объективных факторов и это тяготение нашло отражение в восприятии и ожиданиях участников экономики.

В-четвертых, большое значение для успешного снижения цели имеет координация действий центрального банка и правительства в части как согласованной и ответственной макроэкономической политики, так и стратегии установления регулируемых цен и необходимой адаптации законодательной базы. Особую роль предсказуемость и сбалансированность бюджетной политики, а также готовность правительства на практике поддерживать приоритет ценовой стабильности играют в странах – экспортерах энергоресурсов и в СФР. Почти в половине случаев снижение целевого уровня инфляции, по сути, являлось частью или логичным следствием структурных реформ в более узком или широком смысле.

Наконец, хотя единственного оптимального уровня цели по инфляции для определенной страны, вероятно, не существует, как показывает обширный пласт литературы, посвященный выбору цели по инфляции, и в некоторых пределах уровень можно варьировать без значительных макроэкономических последствий, все же существуют некоторые объективно обусловленные границы, выход за которые может осложнить задачу эффективной реализации ДКП для центрального банка. Наиболее очевидным ориентиром здесь, исходя из

рассмотренного опыта, может выступать уровень целей по инфляции в странах с сопоставимым уровнем развития экономики и финансовых рынков.

В итоге на реальную экономику, финансовые рынки и ожидания оказывать влияние будет не новый уровень цели сам по себе, а качество его достижения, фактическая динамика инфляции. В этом смысле показательно, что в Сербии, где инфляция и ожидания сразу закрепились вблизи (и чуть ниже) пересмотренной вниз цели, удалось быстро достичь желаемого заметного снижения долгосрочных кредитных ставок для реального сектора экономики. При этом в случае Перу с гораздо менее успешным опытом достижения цели в первые годы после ее понижения ожидаемого заметного повышения уровня доверия к национальной валюте и снижения валютизации не наблюдалось. Эти изменения произошли гораздо позднее и в значительной мере определялись внешними факторами.

Осложнить задачу достижения цели в столь важные для формирования доверия первые годы после изменения целевого уровня инфляции могут внешние и внутренние шоки (опыт Перу, Таиланда, Бразилии, Уругвая). Полностью застраховаться от их наступления, безусловно, невозможно. Однако это может быть аргументом для особой осторожности в отношении пересмотра цели в периоды повышенной неопределенности внешних и внутренних политических или экономических условий.

Решение о необходимости пересмотра целевого уровня инфляции должно основываться на оценке баланса потенциальных выгод и рисков и анализе устойчивых факторов инфляционного давления, а его эффективная реализация требует тщательного выбора оптимального уровня и момента изменения цели и предварительной подготовки общества к такому изменению.