

Преимущества таргетирования инфляции в сравнении с другими режимами ДКП

Алексей Заботкин

Банк России

29 июня 2026 г.

При подборе материала для лекции и оформлении слайдов использован Qwen 3.7-Plus

Содержание

- ▶ Правила (rules) против "ситуативности" (discretion)
- ▶ Таргетирование инфляции (ТИ)
- ▶ ТИ и другие режимы ДКП
- ▶ Результаты ТИ в мире
- ▶ Вопросы последних лет

Два определения

- ▶ Что такое **денежно-кредитная политика (ДКП)**?
- ▶ Что такое **режимы ДКП**?

Что такое денежно-кредитная политика (ДКП)?

То, что регулирует количество денег в экономике

- ▶ **ДКП** - это меры экономической политики, которые направлены на регулирование
 - ▶ **объема денежной массы**
 - ▶ **кредитных (финансовых) условий в экономике**
- ▶ **Инструменты ДКП:** процентные ставки, операции на открытом рынке (покупки/продажи активов, валютные интервенции), обязательные резервы, коммуникация
- ▶ **Основная цель ДКП:** **ценовая стабильность**, т.е. низкая инфляция, предсказуемость покупательной способности денег (национальной валюты), как необходимое условие для **сбалансированного долгосрочного роста**

Важное отступление - ДКП vs бюджетная политика

▶ Основной инструмент

- ▶ ДКП: Доступность кредита
- ▶ БП: Налоги, госрасходы, госдолг (дефицит бюджета)

▶ Воздействие

- ▶ ДКП: Общее, на совокупный спрос
- ▶ БП: Специфичное, как на спрос, так и на предложение

▶ Сроки и гибкость

- ▶ ДКП: Быстрые решения, длинные лаги действия
- ▶ БП: Длительная подготовка решений, быстрое воздействие

Что такое режим денежно-кредитной политики?

Основа ("алгоритм") принятия решений по ДКП

- ▶ **Режим ДКП** - это набор правил, целевых показателей и институциональных механизмов, которым следует государство при проведении ДКП
- ▶ **Ключевые компоненты режима ДКП:**
 - ▶ Номинальный "якорь"(целевая переменная)
 - ▶ Операционные процедуры
 - ▶ Стратегия коммуникации
- ▶ **Цель:** Обеспечение ясности, доверия и предсказуемости

Почему вообще нужны правила?

Проблема временной несогласованности

- ▶ **Проблема:** У государства всегда есть стимул создавать «неожиданную» инфляцию для временного стимулирования выпуска (или обесценения обязательств)
- ▶ **Результат:** Экономические агенты опасаются этого, имеют повышенные ИО, это увеличивает премию за риск, а также повышает "инерцию" в инфляции

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*.

Инфляционное смещение (bias) дискреционной политики

- ▶ **Модель Барро-Гордона:** Даже благонамеренные ЦБ сталкиваются с инфляционным смещением, если нет заявленного номинального якоря
- ▶ **Механизм репутации:** Поддерживать репутацию при ситуативной (дискреционной) политике только за счет низкой инфляции сложно и неоптимально
- ▶ **Решение:** Номинальный "якорь" политики + независимый ЦБ, который следует объявленному режиму ДКП

Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*.

Что такое таргетирование инфляции? (I)

- ▶ **Номинальный якорь:** **Инфляция** (темп роста цен)
- ▶ **Определение:** Комплексная система, включающая в себя
 - ▶ публичное объявление количественной целевой инфляции
 - ▶ решения на базе прогноза будущей инфляции
 - ▶ плавающий обменный курс (курс в итоге будет таким, который согласуется с целью по инфляции)
- ▶ **Основные столпы:** Независимость ЦБ в принятии решений по ДКП, прозрачность процесса принятия решений и подотчетность
- ▶ **Не просто цифра:** ТИ — это коммуникация, прозрачность и управление ожиданиями

Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*.

Что такое таргетирование инфляции? (II)

- ▶ **ВАЖНО:** ЦБ ориентируется на **прогноз инфляции**, а НЕ механически реагируют на текущую инфляцию.
- ▶ **"Сдерживаемая дискреция:"** Помогает лучше сглаживать краткосрочную волатильность выпуска, сохраняя инфляцию на траектории в среднесрочной перспективе
- ▶ **Риск:** Ползучий "сдвиг вправо" достижения цели по инфляции

Svensson, L. E. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets? European Economic Review.

Неокейнсианское обоснование ТИ

- ▶ **Теоретическая база:** Предоставляет строгое академическое обоснование для ТИ
- ▶ **Микрооснования:** Макроэкономические модели, основанные на вперед-смотрящих рациональных агентах показывают, что стабилизация инфляции эквивалентна стабилизации разрыва выпуска (т.е. уменьшению циклических колебаний экономики)
- ▶ **Оптимальная политика:** При стандартных неокейнсианских допущениях таргетирование инфляции является оптимальной реакцией на большинство шоков

Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature*.

ТИ vs монетарное таргетирование

- ▶ **Номинальный якорь: Денежные агрегаты** (темп роста)
- ▶ **Монетарное таргетирование (1970–80-е):** Исходило из стабильности спроса на деньги (допущение, что в $MV = PQ$ "скорость обращения" V примерно постоянна)
- ▶ **Связь M и P неустойчива:** Изменения структуры экономики и финансовой системы существенно меняет соотношения между денежными агрегатами и экономической активностью/ценами
- ▶ **Преимущество ТИ:** ТИ направлено на конечную цель (инфляцию) напрямую, а не на промежуточный показатель (денежную массу), связь которого с инфляцией неустойчива

Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1992). Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Targeting: Observations from Six Industrialized Countries. NBER Macroeconomics Annual.

ТИ vs таргетирование обменного курса

- ▶ **Номинальный якорь: Обменный курс** (темп изменения)
- ▶ **"Невозможная троица"**: Одновременно возможно иметь только две из трех сущностей: (1) фиксированный (управляемый) обменный курс, (2) свободное движение капитала и (3) самостоятельную ДКП,
- ▶ **Недостатки жесткой привязки курса:**
 - ▶ Привязывает экономику к ДКП другой страны
 - ▶ Ослабление реального курса может требовать дефляции
- ▶ **ТИ**: Позволяет сохранять самостоятельность ДКП при свободном движении капитала, стабилизации внутреннего выпуска и инфляции.

Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The Trilemma in History: Do Macroeconomic Policies Shift with the Monetary Regime? The Quarterly Journal of Economics.

ТИ в странах с развивающимися рынками

"Страх плавания"

- ▶ **Факт:** Многие страны с формирующимся рынком принимают ТИ, но продолжают активно вмешиваться в валютный рынок
- ▶ **Причина:** Большой объем валютных обязательств ("original sin") и эффект переноса курса делают волатильность обменного курса менее приемлемой для властей
- ▶ **Последствия:** Обменный курс медленнее подстраивается к внешним условиям, это усиливает внутреннюю волатильность
- ▶ **Россия:** Решительный переход к плавающему курсу в конце 2014 года; в условиях беспрецедентных внешних шоков плавающий курс является важным фактором удержания баланса в экономике

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. The Quarterly Journal of Economics.

ТИ vs таргетирование уровня цен (PLT)

- ▶ **Номинальный якорь: Общий уровень цен**
- ▶ **Ограничение ТИ:** «Дрейф базы». Если инфляция отклоняется от цели в одном году, ЦБ не будет компенсировать это в будущих периодах
- ▶ **PLT:** «Зависимость от истории». Если инфляция была слишком низкой, ЦБ должен стремиться к более высокой инфляции позже, чтобы вернуться на траекторию уровня цен. И наоборот, после высокой инфляции ЦБ должен "целиться ниже"
- ▶ **Зачем?:** PLT способна обеспечить большую мягкость ДКП в случае глубокой рецессии/длительного периода слабого роста
- ▶ **FAIT ФРС 2020-25:** вариация логики PLT, скорее всего внесла вклад в "перелет" инфляции в 2021-22 гг.

Svensson, L. E. (1999). Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? *Journal of Money, Credit, and Banking*.

Nakata, T., & Schmidt, S. (2021). Optimal Monetary Policy with Average Inflation Targeting. *American Economic Journal: Macroeconomics*.

ТИ vs таргетирование номинального ВВП (NGDPT)

- ▶ **Номинальный якорь: ВВП в нацвалюте** (темп роста)
- ▶ **Идея:** Автоматически учитывает шоки предложения (явным образом предписывает ЦБ толерантность к ним)
- ▶ **Пример:** Если производительность падает (шок предложения), NGDPT допускает более высокую инфляцию; ТИ требует ужесточения, если ИО сдвигаются
- ▶ **Критика:**
 - ▶ **Сутевая** - Очень дискуссионно в какой мере ЦБ вправе допускать устойчиво более высокую инфляцию, если по каким-то причинам рост реального ВВП устойчиво идет ниже "запланированного"
 - ▶ **Практическая** - В отличие от ИПЦ, номинальный ВВП досчитывается и уточняется со временем; ценность низкой инфляции для граждан очевидна, ценность номинального ВВП - не ясна

McCallum, B. T. (1988). Robustness Properties of a Nominal GDP Targeting Rule. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.

Мелихова М., Резепина Е., Шарафутдинов А. (2023) Альтернативные стратегии ДКП: преимущества и недостатки, исследовательский доклад Банка России в рамках Обзора ДКП-2023

Результаты ТИ (I)

Заякоривание ожиданий

- ▶ **Доказательства:** Долгосрочные инфляционные ожидания в странах с ТИ остаются стабильными даже при колебаниях краткосрочной инфляции
- ▶ **Устойчивость:** ТИ делает экономику более устойчивой к шокам предложения (например, скачкам цен на нефть), так как экономические агенты не меняют долгосрочные ожидания и планы

Gürkaynak, R. S., Levin, A. T., & Swanson, E. (2006). Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the U.S., UK, and Sweden. Journal of the European Economic Association.

Результаты ТИ (II)

"Великое успокоение"(Great Moderation)

- ▶ **Наблюдение:** Значительное снижение волатильности инфляции и выпуска в развитых экономиках с середины 1980х до середины 2000х
- ▶ **Дебаты:** Было ли это связано с ТИ или удачным стечением обстоятельств для этих стран?
- ▶ **Консенсус:** Хотя сыграли роль множество факторов, внедрение ТИ внесло свой вклад в повышение макроэкономической стабильности

Ball, L., & Sheridan, N. (2005). Does Inflation Targeting Matter? The Inflation-Targeting Debate (NBER).

Carney, M. (2020). "A Framework for All Seasons?"

Возможный синтез - Гибридные правила

- ▶ **Неокейнсианский взгляд:** Оптимальная политика часто выглядит как гибрид "чистого"ТИ и PLT
- ▶ **Механизм:** Реагирование как на разрыв инфляции, так и на разрыв уровня цен
- ▶ **Вывод:** "Чистое"ТИ может быть менее оптимальным по сравнению с правилами, включающими некоторую зависимость от истории

Giannoni, M. P., & Woodford, M. (2003). Optimal Inflation-Targeting Rules. NBER Working Paper.

"Двойной мандат" ДКП

- ▶ Отдельные страны: США, Австралия, Новая Зеландия
- ▶ В чем состоит "двойственность"?: (1) Ценовая стабильность и (2) максимальная (полная) занятость
- ▶ **Ценовая стабильность первична:** Действуя в рамках этого мандата в 1980-1982 ФРС допустило рост безработицы с 6% до 11% , чтобы снизить инфляцию с 14% до 4%
- ▶ **Цель по экономическому росту:** В мире нет ЦБ, перед которыми стояла бы количественная цель по росту реального ВВП
- ▶ **Почему?:** Потому что инструменты ДКП не способны обеспечить произвольный долгосрочный экономический рост. ДКП лишь может предохранить экономику от потерь, вызываемых высокой инфляцией

(Некоторые) вопросы последних лет

- ▶ **ZLB/ELB:** Насколько нулевая / эффективная нижняя граница процентных ставок влияет на реализацию ТИ?
- ▶ **Шоки предложения:** Как ЦБ должны к ним относиться? Какова должна быть политика, если шоки предложения преимущественно проинфляционные?
- ▶ **Экономика высокой и низкой инфляции:** Уместно ли думать об этих двух состояниях, как о качественно различных "режимах" функционирования экономики? Если да, то что это значит для ДКП и макроэкономической политики в целом?
- ▶ **Фрагментация мировой экономики:** Насколько ТИ является оптимальным режимом ДКП в условиях, когда национальные экономики меньше интегрированы в мировую?

Банк России представит свое видение в рамках **Обзора ДКП-2028**. Рассчитываем на участие в дискуссии со стороны экспертного и академического сообщества.

*Inflation is always and everywhere a **monetary phenomenon** in the sense that it is and can be produced only by a **more rapid increase in the quantity of money than in output...***

*...A **steady rate of monetary growth at a moderate level** can provide a framework under which a country can have little inflation and much growth. It will not produce perfect stability; it will not produce heaven on earth; but it **can make an important contribution to a stable economic society.***

– Milton Friedman, *The Counter-Revolution in Monetary Theory*, 1970

Список литературы I

- ▶ Мелихова М., Резепина Е., Шарафутдинов А. (2023) Альтернативные стратегии ДКП: преимущества и недостатки, исследовательский доклад Банка России в рамках Обзора ДКП-2023
- ▶ Ball, L., & Sheridan, N. (2005). Does Inflation Targeting Matter? The Inflation-Targeting Debate (NBER).
- ▶ Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. Journal of Monetary Economics.
- ▶ Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1992). Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Targeting: Observations from Six Industrialized Countries. NBER Macroeconomics Annual.
- ▶ Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? Journal of Economic Perspectives.

Список литературы II

- ▶ Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., Mauro, P. (2010). "Rethinking Macroeconomic Policy." IMF Staff Position Notes, No. 2010/003
- ▶ BIS Quarterly Review (2025). "Moving Targets? Inflation Targeting Frameworks, 1990–2025."
- ▶ Blinder, A. S., Ehrmann, M., de Haan, J., & Jansen, D. J. (2008). Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence. Journal of Economic Literature.
- ▶ Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of Floating. The Quarterly Journal of Economics.
- ▶ Carney, M. (2020). "A Framework for All Seasons?"
- ▶ Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature.

Список литературы III

- ▶ Eggertsson, G. B., & Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. Brookings Papers on Economic Activity.
- ▶ Geraats, P. M. (2002). Central Bank Transparency. The Economic Journal.
- ▶ Giannoni, M. P., & Woodford, M. (2003). Optimal Inflation-Targeting Rules. NBER Working Paper.
- ▶ Gürkaynak, R. S., Levin, A. T., & Swanson, E. (2006). Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the U.S., UK, and Sweden. Journal of the European Economic Association.
- ▶ Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy.

Список литературы IV

- ▶ Levin, A. T., Onatski, A., Williams, J. C., & Williams, N. (2006). What Would It Take to Improve Macroeconomic Performance? The Role of Policy Rules. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- ▶ McCallum, B. T. (1988). Robustness Properties of a Nominal GDP Targeting Rule. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
- ▶ Mishkin, F. S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. Journal of Economic Literature.
- ▶ Nakata, T., & Schmidt, S. (2021). Optimal Monetary Policy with Average Inflation Targeting. American Economic Journal: Macroeconomics.
- ▶ Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The Trilemma in History: Do Macroeconomic Policies Shift with the Monetary Regime? The Quarterly Journal of Economics.
- ▶ Svensson, L. E. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets? European Economic Review.

Список литературы V

- ▶ Svensson, L. E. (1999). Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? Journal of Money, Credit, and Banking.
- ▶ Taylor, J. B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.