



# РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

П. В. Трунин, А. В. Божечкова  
Е. Л. Горюнов, А. М. Киюцевская  
Е. В. Синельникова-Мурылева

## Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России



| Издательский дом ДЕЛО |

Москва | 2019

УДК 336.02

ББК 65.262

T78

Об авторах:

*Трунин П. В.*, д-р экон. наук, директор Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС, руководитель научного направления Макроэкономики и финансов Института Гайдара

*Божечкова А. В.*, канд. экон. наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС, заведующий Лабораторией денежно-кредитной политики Института Гайдара

*Горюнов Е. Л.*, научный сотрудник Института Гайдара

*Киоцевская А. М.*, канд. экон. наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

*Синельникова-Мурылева Е. В.*, канд. экон. наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

**Трунин П. В. и др.**

T78 Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России / П. В. Трунин, А. В. Божечкова, Е. Л. Горюнов, А. М. Киоцевская, Е. В. Синельникова-Мурылева. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2019. — 60 с. — (Научные доклады: экономика).

ISBN 978-5-7749-1437-1

В научном докладе представлена оценка выгод и издержек российской экономики в результате перехода к режиму инфляционного таргетирования. Проанализированы его теоретические аспекты, выявлены основные характеристики, рассмотрен трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях режима инфляционного таргетирования. Авторами проведен анализ международного опыта функционирования экономик в условиях режима инфляционного таргетирования, на основе которого выявлены ключевые предпосылки, условия и последствия перехода к данному режиму денежно-кредитной политики.

В докладе представлены результаты анализа выгод и издержек перехода Банка России к инфляционному таргетированию, а также его соотношения с режимом плавающего валютного курса. Успешность российского опыта перехода к режиму инфляционного таргетирования заключается в достижении инфляцией целевого ориентира, близкого к 4%. Тем не менее позитивные эффекты от снижения инфляции в полной мере будут проявляться по мере снижения инфляционных ожиданий и их стабилизации около целевого уровня.

УДК 336.02

ISBN 978-5-7749-1437-1

ББК 65.262

© ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2019

# Содержание

Введение . . . . .	5
<b>1. Инфляционное таргетирование как режим денежно-кредитной политики. . . . .</b>	<b>7</b>
1.1. Теоретические основы и основные характеристики инфляционного таргетирования как режима денежно-кредитной политики . . . . .	7
1.2. Инфляционное таргетирование, сглаживание экономического цикла и стимулирование экономического роста . . . . .	10
1.3. Трансмиссионный механизм, валютный курс и ключевая ставка . . . . .	13
<b>2. Анализ международного опыта . . . . .</b>	<b>16</b>
2.1. Предпосылки и условия перехода к режиму инфляционного таргетирования . . . . .	16
2.2. Анализ последствий перехода к режиму инфляционного таргетирования . . . . .	26
<b>3. Анализ выгод и издержек перехода к инфляционному таргетированию для России. . . . .</b>	<b>32</b>
3.1. Выгоды и издержки ценовой стабильности . . . . .	32
3.2. Макроэкономические условия в России в период перехода на инфляционное таргетирование. . . . .	37
3.3. Соотношение инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса в российских условиях . . . . .	40
3.4. Издержки политики высоких ставок: секторальный аспект . . . . .	44
<b>Список литературы . . . . .</b>	<b>55</b>



# Введение

Дискуссия о последствиях перехода к режиму инфляционного таргетирования, осуществленного Банком России в 2014 г., не теряет актуальности. Несмотря на то что успех политики Банка России по достижению таргетируемого уровня инфляции является очевидным, результаты проводимой монетарной политики вызывают бурную дискуссию. Ключевая причина этого — противоположная направленность краткосрочной и долгосрочной реакции выпуска на политику дезинфляции. Так, в краткосрочной перспективе ужесточение условий кредитования негативно сказывается на объеме инвестиций и темпах роста выпуска, тогда как в долгосрочном периоде ценовая стабильность создает предпосылки для устойчивого экономического роста.

Накопившиеся за последние четыре года статистические данные позволяют сделать некоторые оценки выгод и издержек смены номинального якоря денежно-кредитной политики. Тем не менее, учитывая тот факт, что переход регулятора к режиму инфляционного таргетирования осуществлялся в крайне неблагоприятных внешнеэкономических условиях, отделить последствия монетарного ужесточения от последствий внешних шоков крайне затруднительно.

В рамках данного доклада рассмотрены ключевые теоретические аспекты режима инфляцион-

ного таргетирования, включая долгосрочные и краткосрочные эффекты достижения ценовой стабильности, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, вопрос соотношения целей по инфляции и экономическому росту. Также в докладе представлены результаты изучения международного опыта реализации политики инфляционного таргетирования, предпосылок и условий перехода к режиму инфляционного таргетирования для развитых и развивающихся стран, проанализировано соотношение этого режима и плавающего валютного курса. Особое внимание в рамках доклада уделено обсуждению российского опыта перехода к режиму инфляционного таргетирования, анализу издержек жесткой монетарной политики на агрегированном уровне, а также в секторальном разрезе.

# 1. Инфляционное таргетирование как режим денежно-кредитной политики

## 1.1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ И ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ КАК РЕЖИМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

За последние десятилетия был достигнут существенный прогресс в понимании того, какие задачи можно решить посредством мер денежно-кредитной политики. Экономическая наука также смогла определить круг тех задач, которые с их помощью решить невозможно. Таким образом, на текущий момент есть четкое понимание роли центрального банка в регулировании экономических процессов, определена зона его ответственности и, соответственно, сформулированы принципы, которым должно удовлетворять целеполагание денежных властей, чтобы заданные цели не вступали в противоречие друг с другом и были достижимы при помощи доступных центральному банку инструментов.

Хотя многие вопросы, касающиеся политики центральных банков, все еще остаются без ответа, был достигнут некоторый консенсус по основополагающим принципам, которые должны лежать в основе денежно-кредитной политики [1].

Данный консенсус в значительной степени способствовал возникновению такого монетарного режима, как таргетирование инфляции. Стремительно растущая популярность таргетирования инфляции, к которому перешли практически все развитые и многие развивающиеся страны, не в последнюю очередь объясняется тем, что данный режим имеет под собой прочный теоретический и эмпирический фундамент. Таргетирование инфляции представляет собой наиболее современный и научно обоснованный монетарный режим. Оно на практике доказывает свою эффективность, позволяя самым разным странам добиваться устойчиво низкой инфляции и этим содействовать экономическому развитию и макроэкономической стабильности.

Фундаментом современной теории монетарной политики является так называемый неоклассический синтез — концепция, возникшая в результате эволюции традиционных кейнсианских представлений о роли монетарной сферы в экономических циклах. Теоретические модели, в которых реализуется данный подход, называются новокейнсианскими [2; 3]. Важнейший принцип, лежащий в основе современной теории денежно-кредитной политики, состоит в том, что возможности воздействовать инструментами центрального банка на реальные переменные ограничены среднесрочной перспективой. Если же рассматривать долгосрочную перспективу, окажется, что существует прямая корреляция между приростом количества денег в обращении и ценами [4; 5; 6; 7; 8], при этом отсутствует устойчивая связь между увеличением денежного предложения, с одной стороны, и темпами экономического роста, занятостью, нормой сбережения и другими показателями — с другой [9; 10; 11; 12; 6; 8]. Таким образом, согласно эмпирическим исследованиям, возможности влиять на реальный сектор при помощи денежной политики оказываются весьма ограниченными. В связи с этим представляется неразумным возлагать на центральный банк ответственность за те макропоказатели, на которые он неспособен эффективно воздействовать; и наоборот, необходимо использовать его инструменты там, где они могут дать наибольший результат. В долгосрочной перспективе центральный банк может эффективно воздейство-

вать лишь на номинальные показатели. Отсюда следует, что в качестве долгосрочной цели может выступать некоторый номинальный параметр, называемый номинальным якорем денежной политики.

Ценовая стабильность имеет множество преимуществ, главное из которых состоит в снижении неопределенности будущих макроэкономических условий для экономических агентов, что позволяет им увеличить горизонт планирования и создает для них благоприятные условия инвестирования. Главной задачей центрального банка в рамках инфляционного таргетирования является поддержание ценовой стабильности в долгосрочной перспективе [13; 14]. Ценовая стабильность при этом устанавливается, во-первых, как долгосрочная, и во-вторых — как приоритетная цель регулятора. На практике под ценовой стабильностью обычно понимается не нулевая инфляция, а наличие предсказуемо низкого темпа роста цен, который колеблется в узком коридоре. Другими словами, при инфляционном таргетировании регулятор выбирает некоторое целевое значение инфляции и затем, регулируя процентные ставки, обеспечивает условия, в которых прирост индекса потребительских цен согласовывается с установленной целью. В данном случае номинальным якорем выступает инфляция на рынке потребительских товаров и услуг. Наличие других целевых показателей, реальных или номинальных, в долгосрочной перспективе не допускается, поскольку они могут вступать в конфликт с основной целью по инфляции.

Особое внимание при инфляционном таргетировании уделяется обеспечению устойчиво низких инфляционных ожиданий, поскольку нестабильные инфляционные ожидания сами по себе могут создавать дисбаланс и оказывать искажающее воздействие на макроэкономическую динамику. основополагающим принципом таргетирования инфляции является поддержание прозрачности проводимой политики и институциональное обеспечение, позволяющее снять с центрального банка явные или неявные обязательства по установлению каких-либо иных целей, вступающих в противоречие с достижением низкой инфляции. Если на центральный банк возлагаются обязанности по стимулированию инвестиций, поддержанию

низкого уровня безработицы, обеспечению высоких темпов роста, в т. ч. за счет кредитования правительства и/или предприятий реального сектора, то он оказывается в ситуации, когда несет ответственность за динамику макроэкономических переменных, на которые не способен эффективно воздействовать в долгосрочной перспективе. Меры, направленные на достижение этих целей, могут вести к избыточному денежному предложению и потере контроля над инфляцией.

В результате наличие у денежных властей дополнительных долгосрочных приоритетов, помимо контроля над ростом цен, увеличивает инфляционные ожидания [15; 16]. Чтобы снять данную проблему, денежным властям предоставляется существенная автономия, и они де-факто освобождаются от ответственности за достижение каких-либо целей, противоречащих поддержанию ценовой стабильности. Транспарентность и публичная подотчетность регулятора являются факторами, повышающими доверие экономических агентов, которое конвертируется в низкие инфляционные ожидания и способствует большей сбалансированности в макроэкономической системе.

## **1.2. ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ, СГЛАЖИВАНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЦИКЛА И СТИМУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

Центральный банк не может задавать тренды изменения реальных показателей, однако у него большие возможности оказывать влияние на макроэкономическую динамику в среднесрочной перспективе. Роль денежно-кредитной экономики в современной экономической политике огромна. Фактически в развитых странах на денежных властях лежит основная нагрузка по противодействию экономическим циклам. Регулируя процентные ставки и объем денежного предложения, центральный банк может стимулировать выпуск и кредитование, поддерживать рост цен на активы, а также действовать в противоположном направлении, когда это необходимо. Принципы таргетирования инфляции не противоречат мерам денежно-кредитной политики, направленным на поддержку занятости

и стимулирование выпуска, пока эти меры не ставят по угрозу выполнение основной цели по инфляции. Монетарная политика неспособна влиять на структурные показатели, поэтому ее долгосрочная цель сводится к сохранению ценовой стабильности, но при этом регулирование денежного предложения позволяет эффективно сглаживать экономические циклы.

Сглаживание экономических шоков не предполагает безусловного стимулирования экономического роста — только стабилизацию фактического ВВП вокруг его долгосрочного тренда, определяемого структурными характеристиками экономики. Так, в ситуации неполной занятости, когда фактический ВВП находится ниже своего долгосрочного равновесного значения, в рамках контрциклической политики необходимы стимулирующие меры. Если же ВВП находится выше потенциального уровня, то следует применить сдерживающую политику, чтобы предотвратить перегрев и дестабилизацию. Управление ставками денежного рынка позволяет реализовывать подобную сглаживающую политику, но таргетирование инфляции требует, чтобы она не противоречила приоритетной цели, т. е. удержанию инфляции около таргета. Противоречия не возникает в том случае, когда движущей силой экономических циклов выступают шоки совокупного спроса, так как на него воздействует центральный банк через свои инструменты. При положительном шоке совокупного спроса фактический ВВП оказывается выше потенциального уровня, и при этом инфляция также превышает долгосрочное значение. Ужесточая политику, регулятор добивается стабилизации выпуска и инфляции одновременно. Аналогичная логика действует и при рецессии. Таким образом, таргетирующий инфляцию центральный банк способствует снижению волатильности не только инфляции, но и выпуска.

Противоречие между целью по инфляции и целью стабилизации выпуска около тренда возникает в условиях, когда при отрицательном разрыве выпуска инфляция превышает целевое значение. Подобные ситуации возникают при отрицательных шоках совокупного спроса (шоках стагфляционного типа). Хотя они редко встречаются в развитых странах, в развивающихся экономиках это происходит регулярно. Ухудшение усло-

вий торговли или значительный отток капитала приводят к ослаблению национальной валюты, падению выпуска и росту цен из-за эффекта переноса. В подобной ситуации необходим поиск баланса между двумя целями.

Таргетирование инфляции не подразумевает, что в каждый момент времени этот параметр должен быть строго равен целевому, поэтому можно предположить, что центральный банк может отдать предпочтение сглаживанию выпуска ценой еще большего роста инфляции. Однако такая политика несет в себе существенную опасность, так как возникает риск того, что ускорение роста цен, обусловленное мягкой политикой регулятора, в итоге приведет к сдвигу инфляционных ожиданий, дальнейшему раскручиванию инфляционной спирали и дестабилизации денежного обращения. Выбор в пользу более консервативной политики позволит избежать такого развития событий.

Таким образом, цель по инфляции и задача стимулирования роста в рамках инфляционного таргетирования соотносятся следующим образом. Во-первых, таргетирование инфляции не предполагает, что монетарные власти непосредственно занимаются стимулированием экономического роста, так как они не могут за счет мер монетарного стимулирования поддерживать искусственно высокую занятость и темпы роста в долгосрочной перспективе. Увеличение денежного предложения в долгосрочной перспективе приведет к изменению цен и обменного курса без значимых изменений в реальном секторе. Во-вторых, стимулирующие меры возможны и даже желательны, когда экономика находится в рецессии и инфляция оказывается ниже целевого значения, поскольку в таких условиях снижение ставок не конфликтует с главным приоритетом регулятора — ценовой стабильностью. Но мягкая политика должна смениться на сдерживающую, как только ВВП превышает потенциальный уровень. При stagфляционном шоке предпочтительна умеренно-консервативная политика. В-третьих, центральный банк играет важную роль в обеспечении долгосрочного экономического роста, но он делает это опосредованно, путем обеспечения ценовой стабильности. Если регулятор успешно стабилизирует инфляцию, то это снижает риски, свя-

занные с неопределенностью цен, способствует инвестициям и накоплению капитала, что, в свою очередь, создает предпосылки для экономического развития.

### **1.3. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ, ВАЛЮТНЫЙ КУРС И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА**

До массового перехода на таргетирование инфляции многие развитые страны практиковали монетарное таргетирование, при котором номинальным якорем выступает величина некоторого денежного агрегата. Центральный банк в этом случае регулирует объем денежной базы при помощи операций на открытом рынке или через рефинансирование банков таким образом, чтобы впоследствии таргетируемый более широкий монетарный агрегат попадал в целевой диапазон. Данный режим оказался не очень результативен, так как не обеспечивал ценовой стабильности и приводил к излишней волатильности ставок. Спрос на деньги не отличается устойчивостью, и при фиксированном предложении денег со стороны регулятора шоки спроса на деньги транслировались в колебания процентных ставок. В рамках таргетирования инфляции центральный банк также действует через денежный рынок, но вместо регулирования номинального объема денежной базы он устанавливает процентную ставку, по которой предлагает ресурсы в объеме, необходимом банковскому сектору. Такой подход позволяет избежать чрезмерной волатильности ставок на денежном рынке.

Управляя ставкой на денежном рынке, или так называемой ключевой ставкой, центральный банк может воздействовать на ставки, по которым предприятия привлекают кредиты от банков, и в конечном счете — на динамику инвестиций, совокупного спроса и инфляции. Долгосрочному равновесию соответствует так называемый нейтральный уровень ключевой ставки, т. е. уровень, при котором обеспечивается нулевой разрыв выпуска и инфляция находится на таргетируемом уровне. Реакцией центрального банка на отклонение инфляции вниз от таргетируемого уровня будет снижение ставки. Трансмиссионный механизм работает при этом следующим образом. Низкая

ставка делает ресурсы дешевле для банков, и у них возникает стимул расширить кредитование реального сектора, поэтому они снижают ставку по кредитам. Снижение ставки кредитования увеличивает инвестиции, которые составляют часть совокупного спроса: тем самым увеличивается совокупный спрос в экономике, и в итоге растут выпуск и инфляция. Описанный механизм представляет собой основной, но не единственный канал воздействия ключевой ставки на экономическую активность и инфляцию. Снижение ключевой ставки увеличивает денежное предложение, следовательно, растет спрос на широкий круг финансовых активов, включая акции, облигации и иностранную валюту. Укрепление иностранной валюты по отношению к национальной снижает импорт, стимулирует экспорт и в итоге способствует росту выпуска и инфляции. Рост спроса на ценные бумаги повышает их цены, что стимулирует новые размещения, за счет которых предприятия финансируют инвестиции. Существуют и другие каналы трансмиссионного механизма [17].

Связь между ключевой ставкой центрального банка и ставкой, по которой предприятия привлекают займы, зависит от ожиданий экономических агентов, в частности от ожидаемой траектории ключевой ставки. Поэтому, чтобы эффективно влиять на ставки кредитования, центральный банк должен иметь возможность воздействовать на ожидания рынка. Активная информационная политика регулятора, предполагающая раскрытие информации о принимаемых решениях, оценках макроэкономических процессов и предполагаемых действиях в будущем, позволяет повысить результативность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [18].

Обычно таргетирование инфляции предполагает плавающий обменный курс, т. е. валютная политика второстепенна. С одной стороны, регулирование обменного курса позволяет лучше контролировать рост цен в той части, которая объясняется эффектом переноса. Но в действительности активное управление обменным курсом означает, что он становится номинальным якорем, и в этом случае возникает противоречие между таргетированием инфляции и управлением обменным курсом. Центральный банк может применять валютные интер-

венции для сглаживания волатильности и повышения стабильности на валютном рынке, но он не имеет возможности независимо таргетировать курс в долгосрочной перспективе [19]. Фиксированный курс при отсутствии ограничений на трансграничное движение капитала фактически означает, что денежное предложение оказывается зависящим от состояния платежного баланса, так как денежные власти вынуждены сохранять паритет между валютными поступлениями и денежной массой [20]. Ввиду того что динамика денежного предложения выступает основным фактором инфляции в долгосрочной перспективе, а денежное предложение оказывается вне контроля регулятора, в условиях фиксированного обменного курса регулятор оказывается лишен возможности эффективно влиять на инфляцию и удерживать ее вблизи таргета.

\* \* \*

Таким образом, таргетирование инфляции как режим денежно-кредитной политики существует уже почти 30 лет, и за это время был накоплен большой практический опыт его применения. В современных условиях все большее число стран переходит к таргетированию инфляции как к режиму денежно-кредитной политики, учитывающему особенности глобализованной мировой экономики. По данным МВФ, в настоящее время этот режим стал вторым по популярности среди развивающихся стран, уступив только режиму таргетирования обменного курса. Данный режим хорошо зарекомендовал себя, поскольку он позволяет обеспечить устойчиво низкую инфляцию и при этом достаточно гибок для того, чтобы давать центральным банкам инструменты для противодействия макроэкономическим шокам и обеспечения стабильной динамики выпуска. При этом внедрение таргетирования инфляции можно интерпретировать не только как смену номинального якоря денежно-кредитной политики, но как институциональную реформу, которая воздействует на ожидания экономических агентов и формирует доверие к национальной валюте.

## 2. Анализ международного опыта

### 2.1. Предпосылки и условия перехода к режиму инфляционного таргетирования

Режим инфляционного таргетирования, зародившийся в Новой Зеландии в 1990 г. и первоначально применяемый преимущественно в развитых странах, в 2000-е гг. получил широкое распространение среди развивающихся стран (табл. 1).

В настоящее время режим инфляционного таргетирования применяется в 36 государствах, в том числе в 25 развивающихся странах. При этом если развитые страны, за исключением Японии, к таргетированию инфляции приступили в 1990-х гг. или в первые годы 2000-х гг. (Норвегия, Исландия), то переход большинства развивающихся стран к этому режиму был осуществлен или в преддверии мирового кризиса в 2005–2007 гг., или же, напротив, по прошествии кризиса, в 2010–2015 гг. В результате в настоящее время этот режим денежно-кредитной политики применяется в разных по уровню экономического развития странах.

Большинство развивающихся стран, а также такие развитые страны, как Норвегия, Великобритания, Швеция, Испания, Израиль, Исландия, перешли к таргетированию инфляции, отказавшись от практики таргетирования обменного курса. В этих странах переход к режиму инфляционного тарге-

Таблица 1. Страны, применяющие режим инфляционного таргетирования\*

1990–1999 гг.		2000–2018 гг.	
Развитые страны	Развивающиеся страны	Развитые страны	Развивающиеся страны
Новая Зеландия (I кв. 1990 г.)	Чили (III кв. 1990 г.)	Норвегия (I кв. 2001 г.)	Южная Африка (I кв. 2000 г.)
Канада (I кв. 1991 г.)	Польша (IV кв. 1998 г.)	Исландия (I кв. 2001 г.)	Таиланд (II кв. 2000 г.)
Израиль (I кв. 1992 г.)	Мексика (I кв. 1999 г.)	Словакия** (I кв. 2005 г.)	Венгрия (II кв. 2001 г.)
Великобритания (IV кв. 1992 г.)	Бразилия (II кв. 1999 г.)	Япония (I кв. 2013 г.)	Перу (I кв. 2002 г.)
Швеция (I кв. 1993 г.)	Колумбия (III кв. 1999 г.)		Филиппины (I кв. 2002 г.)
Финляндия** (I кв. 1993 г.)			Гватемала (I кв. 2005 г.)
Австралия (II кв. 1993 г.)			Индонезия (III кв. 2005 г.)
Испания** (I кв. 1995 г.)			Румыния (III кв. 2005 г.)
Южная Корея (II кв. 1998 г.)			Турция (I кв. 2006 г.)
			Сербия (III кв. 2006 г.)
			Армения (2006)
			Албания (февраль 2009 г.)
			Гана (II кв. 2007 г.)
			Уругвай (2007)
			Молдова (2010)
			Парагвай (2011)
			Грузия (ноябрь 2013 г.)
			Уганда (2013)
			Россия (ноябрь 2014 г.)
			Индия (февраль 2015 г.)
			Казахстан (декабрь 2015 г.)

\* В скобках указывается официальная дата принятия режима инфляционного таргетирования.

\*\* Страны, вошедшие в зону евро.

тирования в значительной степени был связан с невозможностью поддержания фиксированного обменного курса вследствие финансовой либерализации (табл. 2).

Таблица 2. Эволюция целей и задач центральных банков, таргетирующих инфляцию

	Режим, предшествовавший введению инфляционного таргетирования	Год внедрения инфляционного таргетирования	Реализуемый в настоящее время режим денежно-кредитной политики
Австралия	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	1993	Инфляционное таргетирование
Албания	Монетарное таргетирование	2009	Инфляционное таргетирование
Армения	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2006	С марта 2013 г. таргетирование обменного курса
Бразилия	Таргетирование обменного курса	1999	Инфляционное таргетирование
Великобритания	Таргетирование обменного курса	1992	Инфляционное таргетирование
Венгрия	Таргетирование обменного курса	2001	Инфляционное таргетирование
Гана	Монетарное таргетирование	2007	Инфляционное таргетирование
Гватемала	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2005	С мая 2011 г. де-факто таргетирование обменного курса
Грузия	Таргетирование обменного курса	2013	Инфляционное таргетирование
Израиль	Таргетирование обменного курса	1992	Инфляционное таргетирование
Индонезия	Монетарное таргетирование	2005	Инфляционное таргетирование
Исландия	Таргетирование обменного курса	2001	Инфляционное таргетирование

Продолжение табл. 2

	Режим, предшествовавший введению инфляционного таргетирования	Год внедрения инфляционного таргетирования	Реализуемый в настоящее время режим денежно-кредитной политики
Испания	Таргетирование обменного курса	1995	С января 1999 г. в составе еврозоны
Канада	Монетарное таргетирование	1991	Инфляционное таргетирование
Колумбия	Таргетирование обменного курса	1999	Инфляционное таргетирование
Корея	Монетарное таргетирование	1998	Инфляционное таргетирование
Мексика	Таргетирование обменного курса	1999	Инфляционное таргетирование
Молдова	Монетарное таргетирование	2010	Инфляционное таргетирование
Новая Зеландия	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	1990	Инфляционное таргетирование
Норвегия	Таргетирование обменного курса	2001	Инфляционное таргетирование
Парагвай	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2011	Инфляционное таргетирование
Перу	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2002	С сентября 2009 по март 2011 г. таргетирование обменного курса, инфляционное таргетирование
Польша	Монетарное таргетирование	1998	Инфляционное таргетирование
Румыния	Таргетирование обменного курса	2005	Инфляционное таргетирование
Сербия	Монетарное таргетирование	2006	Инфляционное таргетирование

Окончание табл. 2

	Режим, предшествовавший введению инфляционного таргетирования	Год внедрения инфляционного таргетирования	Реализуемый в настоящее время режим денежно-кредитной политики
Словакия	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2005	С января 2009 г. в составе еврозоны
Таиланд	Таргетирование обменного курса	2000	Инфляционное таргетирование
Турция	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2006	Инфляционное таргетирование
Уганда	Монетарное таргетирование	2013	Инфляционное таргетирование
Филиппины	Монетарное таргетирование	2002	Инфляционное таргетирование
Финляндия	Таргетирование обменного курса	1993	С января 1999 г. в составе еврозоны
Чехия	Монетарное таргетирование	1998	С ноября 2013 г. таргетирование обменного курса (управляемое плавание)
Чили	Таргетирование обменного курса	1990	Инфляционное таргетирование
Швейцария	Монетарное таргетирование	2000	С марта 2009 г. таргетирование обменного курса к евро
Швеция	Таргетирование обменного курса	1993	Инфляционное таргетирование
Южная Африка	Монетарное таргетирование	2000	Инфляционное таргетирование
Япония	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	2013	Инфляционное таргетирование

Источники: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, International Monetary Fund, [www.imf.org](http://www.imf.org), официальные сайты центральных банков.

Для развивающихся стран, финансовые системы которых обычно являются недостаточно развитыми, повышение финансовой открытости привело к существенному повышению курсовых рисков, связанных с волатильностью трансграничных потоков капитала. Реализация таких рисков во многих случаях приводила к резкой и неуправляемой девальвации национальных валют. Отказ развивающихся стран от использования обменного курса в качестве номинального якоря реализуемой денежно-кредитной политики сопровождался многочисленными валютными и банковскими кризисами. Первой развивающейся страной, объявившей о переходе к инфляционному таргетированию, стала Чили в III квартале 1990 г., а уже позднее, после азиатского и российского кризисов 1997–1998 гг., ее примеру последовали Южная Корея, Мексика, Бразилия, Колумбия.

Активное распространение инфляционного таргетирования среди развивающихся стран сопровождалось повышением гибкости механизмов таргетирования инфляции. В результате монетарные власти получили возможность продолжать участвовать в процессе курсообразования, что особенно важно для развивающихся стран, где менее развитые финансовые сектора усиливают их уязвимость по отношению к внешним шокам. Такой возможностью воспользовалось подавляющее большинство монетарных властей развивающихся стран, использующих как косвенные, так и прямые механизмы управления соотношением спроса и предложения иностранной валюты на внутреннем рынке.

Речь идет, во-первых, о валютных интервенциях, которые проводятся в том числе в странах с плавающим обменным курсом. При этом обязательным для таргетирующих инфляцию монетарных властей является отсутствие цели по уровню/динамике обменного курса [21].

Во-вторых, монетарные власти вправе проводить, например, операции РЕПО в иностранной валюте — и такой опыт имеют в т. ч. монетарные власти Бразилии и Филиппин — или заключать сделки «валютный своп», как это делали в Южной Корее, Венгрии, Бразилии, Чили, Польше [23].

Отметим, что во всех странах экспортерах-сырья, придерживающихся режима инфляционного таргетирования, среди

которых Австралия, Гана, Казахстан, Канада, Новая Зеландия, Норвегия, Перу, Чили, Россия, функционируют резервные фонды, абсорбирующие часть бюджетных доходов (табл. 3).

Правила формирования таких фондов представляют собой механизм подстройки не только бюджетной, но и денежно-кредитной политики. Во-первых, создание фондов сопряжено с изъятием из экономики определенной части избыточных доходов бюджета, а соответственно, части доходов от экономической деятельности хозяйствующих субъектов. И если в Норвегии, Чили и Казахстане изымаются доходы, связанные с продажей сырьевых ресурсов, то в Австралии, Перу, Новой Зеландии аккумулируются доходы несырьевого происхождения (табл. 3). Однако в обоих случаях подобные механизмы позволяют ослабить и сырьевую зависимость, и инфляционное давление. О масштабах абсорбирования избыточной ликвидности говорит, например, опыт Норвегии, где сформирован наиболее крупный из существующих бюджетных фондов — Государственный пенсионный фонд «Глобальный», объем которого по состоянию на конец августа 2018 г. составил 1058 млрд долл., что почти в 2,5 раза превышает ВВП страны.

Во-вторых, учитывая, что большая часть доходов экспортеров формируется в иностранной валюте, механизмы уплаты налогов, перечисления средств в резервные фонды и выплаты трансфертов для покрытия дефицита/несырьевого дефицита неразрывно связаны с покупкой/продажей иностранной валюты. Это оказывает непосредственное влияние на динамику обменного курса. Если вернуться к опыту Норвегии — для снижения курсового давления, связанного с конвертацией валюты, механизм формирования фонда «Глобальный» включает «нефтяной буфер» (*petroleum buffer*), цель которого заключается в распределении объемов операций Банка Норвегии по покупке/продаже иностранной валюты в целях управления средствами фонда в течение года вне зависимости от величины нефтяных доходов, а также доходов от инвестирования средств фонда. Это позволяет Банку Норвегии по поручению правительства осуществлять конверсионные операции в последний рабочий день каждого месяца в заранее оговоренных объемах.

Таблица 3. Суверенные фонды в таргетирующих инфляцию странах, по состоянию на конец августа 2018 г.

Название	Страна	Происхождение	Активы (млрд долл.)
Государственный пенсионный фонд «Глобальный»	Норвегия	нефть	1058,1
Фонд будущих накоплений	Австралия	несырьевой	107,7
Новозеландский пенсионный фонд	Новая Зеландия	несырьевой	28,5
Социально-экономический стабилизационный фонд	Чили	медь	14,7
Фискальный стабилизационный фонд	Перу	несырьевой	7,9
Пенсионный резервный фонд	Чили	нефть	9,4
Западноавстралийский фонд будущих поколений	Австралия	минералы	0,3
Фонд наследственных сбережений Альберты	Канада	нефть	13,4
Стабилизационный фонд нефтяных доходов	Мексика	нефть	6
Национальный фонд Казахстана	Казахстан	нефть	57,9
Фонд регулирования доходов	Казахстан	несырьевой	60,9
Национальная инвестиционная корпорация	Казахстан	нефть	2,0
Нефтяной фонд	Гана	нефть	0,45
Итого:			1367,2
Справочно:			
Фонд национального благосостояния	Россия	нефть	77,2
Резервный фонд	Россия	нефть	–
Мировые суверенные фонды, всего			7999,5

Источники: Статистика по суверенным фондам благосостояния, Институт исследования суверенных фондов, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>.

Отметим, что после глобального финансового кризиса чрезмерные курсовые риски стали причиной отказа монетарных властей некоторых стран от таргетирования инфляции в пользу таргетирования обменного курса. Так, Банк Швейцарии в марте 2009 г., а Банк Чехии в ноябре 2013 г. приступили к таргетированию обменного курса. Однако на данный момент это единственные в истории инфляционного таргетирования примеры отказа от данного режима.

Как уже отмечалось ранее, для таргетирующих инфляцию центральных банков важна независимость монетарных властей в процессе выбора механизмов достижения целевого инфляционного ориентира, тогда как в большинстве случаев сам целевой инфляционный ориентир устанавливается при участии правительства (табл. 4), что позволяет избежать конфронтации целей и задач, обеспечив согласованность макроэкономической политики.

Таблица 4. Определение цели по инфляции

	Юридически установленная цель	Формулирование целевого ориентира	Участие правительства в принятии решений
Австралия	Множественные цели	Правительство и органы денежно-кредитного регулирования (ОДКР)	Обладает правом голоса
Бразилия	Инфляционный ориентир	Правительство	Нет
Великобритания	Ценовая стабильность	Правительство	Не обладает правом голоса
Венгрия	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Не обладает правом голоса
Гана	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Обладает правом голоса
Гватемала	Ценовая стабильность	ОДКР	Обладает правом голоса
Израиль	Ценовая стабильность	Правительство	Нет
Индонезия	Стабильность валюты	Правительство и ОДКР	Нет
Исландия	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Нет

Окончание табл. 4

	Юридически установленная цель	Формулирование целевого ориентира	Участие правительства в принятии решений
Канада	Множественные цели	Правительство и ОДКР	Не обладает правом голоса
Колумбия	Ценовая стабильность	ОДКР	Обладает правом голоса
Мексика	Ценовая стабильность	ОДКР	Не обладает правом голоса
Новая Зеландия	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Нет
Норвегия	Низкая и стабильная инфляция	Правительство	Нет
Перу	Денежная стабильность	ОДКР	Обладает правом голоса
Польша	Ценовая стабильность	ОДКР	Не обладает правом голоса
Румыния	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Нет
Таиланд	Денежная стабильность	ОДКР	Нет
Турция	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Не обладает правом голоса
Филиппины	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Обладает правом голоса
Чехия	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Не обладает правом голоса
Чили	Ценовая и финансовая стабильность	ОДКР	Не обладает правом голоса
Швеция	Ценовая стабильность	ОДКР	Не обладает правом голоса
Южная Африка	Стабильность валюты	Правительство и ОДКР	Нет
Южная Корея	Ценовая стабильность	Правительство и ОДКР	Не обладает правом голоса

Источники: Roger S. Inflation targeting at twenty: achievements and challenges // Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects / Ed. by Cobham D., Eitrheim Ø., Gerlach S., Gvigstad J. F., Norges Bank, Institute for Monetary and Financial Stability. Cambridge University Press, 2010; данные официальных сайтов центральных банков.

К числу необходимых условий эффективного таргетирования инфляции относят также открытость денежно-кредитной политики. Так, в исследовании [61] выявлена отрицательная зависимость между сводным индексом открытости монетарной политики, динамикой потребительских цен и ее волатильностью. В работе [64] авторами предложен индикатор, учитывающий процессуальную, экономическую, методологическую, политическую и операционную открытость монетарной политики<sup>1</sup>. Согласно полученным данным, наиболее открытыми являются Резервный банк Новой Зеландии, Центральный банк Швеции (Риксбанк), Банк Англии. При этом индекс открытости монетарной политики, проводимой в России, в 1998–2003 гг. составлял 1,5, а уже в 2004–2005 гг.— 2,5, что, тем не менее, существенно уступало аналогичным показателям развитых стран. В то же время за 12 лет (с 2006 по 2018 г. включительно) открытость монетарной политики Банка России повысилась более чем в 3,8 раза.

## **2.2 Анализ последствий перехода к режиму инфляционного таргетирования**

Влияние перехода к режиму инфляционного таргетирования на динамику потребительских цен, их волатильность и другие макроэкономические показатели анализируется во множестве эконометрических работ. Однако полученные авторами выводы достаточно противоречивы.

В целом результаты исследований эффективности таргетирования инфляции в развитых странах указывают на снижение уровня инфляции, ее волатильности, а также волатильности

<sup>1</sup> Под политической открытостью понимают предоставление органами денежно-кредитного регулирования информации о целях проводимой монетарной политики: официальное объявление целевого ориентира монетарной политики и определение приоритетов при наличии нескольких целей, определение количественного индикатора. С точки зрения политической открытости проводимой монетарной политики существенное значение имеют факторы, определяющие статус органов денежно-кредитного регулирования. Их операционная независимость, как и четкое разграничение полномочий монетарных властей и правительства, позволяют избежать чрезмерного политического давления [64].

темпов экономического роста при переходе к данному режиму монетарной политики [25; 26; 27]. Функционирование в рамках режима инфляционного таргетирования позволяет развитым странам поддерживать низкий уровень инфляции в долгосрочной перспективе и в меньшей степени реагировать на шоки цен на нефть и валютного курса [28]. При этом в качестве основного механизма, обеспечивающего успешность проводимой денежно-кредитной политики, многие авторы выделяют способность монетарных властей воздействовать на инфляционные ожидания экономических агентов [29].

Альтернативная точка зрения относительно результативности инфляционного таргетирования в развитых странах представлена в работе Болла и Шеридана [30]. Авторами выявлено отсутствие различий в долгосрочных значениях целевых макроэкономических показателей стран, таргетирующих инфляцию, и стран, использующих альтернативные режимы монетарной политики. В исследовании подчеркивается, что сокращение инфляции при введении режима инфляционного таргетирования лишь отражает общемировую тенденцию снижения темпов прироста цен.

Результаты большинства эмпирических работ для развивающихся стран показывают, что смена целевых приоритетов в области денежно-кредитной политики при переходе к инфляционному таргетированию приводит к снижению уровня инфляции и ее волатильности [31; 32]. В частности, в исследовании Батини и соавторов [31] проведен эмпирический анализ последствий введения инфляционного таргетирования для 13 развивающихся стран за период 1985–2005 гг. Результаты показывают, что в странах, использующих инфляционное таргетирование, средний уровень инфляции по сравнению с альтернативными режимами денежно-кредитной политики снизился на 4,8 процентных пункта. Помимо этого, в отличие от других режимов монетарной политики, переход к инфляционному таргетированию приводил к снижению волатильности инфляции на 3,6 п. п. Долгосрочные инфляционные ожидания также оказались ниже в рамках режима инфляционного таргетирования (-2,2; -2,7 п. п.), а их волатильность на 1,7–2,1 п. п.

меньше, чем соответствующие показатели в странах, придерживающихся альтернативных режимов денежно-кредитной политики. Страны, таргетирующие инфляцию, как обнаружили Батини и соавторы, характеризуются более низкой волатильностью выпуска, номинального валютного курса, международных резервов, реальной ставки процента и более низкой вероятностью возникновения валютного кризиса.

Влияние перехода к режиму инфляционного таргетирования на выпуск представляется весьма неоднозначным, поскольку могут иметь место различные каналы влияния. Так, переход к инфляционному таргетированию сопряжен с частичным или полным отказом от таргетирования валютного курса. В таком случае возможное негативное влияние перехода к инфляционному таргетированию на темп роста выпуска возникает вследствие увеличения колебаний реального обменного курса, воздействующих на поведенческие мотивы домохозяйств (например, усиливает долларизацию экономики). Это может негативно воздействовать на выпуск, в особенности в странах, зависящих от мировой ценовой конъюнктуры, что может заставлять центральные банки не уходить полностью с валютных рынков. Кроме того, достижение инфляционной цели может потребовать проведения жесткой денежно-кредитной политики, что способно снизить темпы экономического роста. Однако таргетирование инфляции при наличии у центрального банка эффективных инструментов денежной политики ведет не только к стабилизации инфляции на заявленном целевом уровне, но и влияет на ожидания экономических агентов относительно будущих уровней инфляции. Это, в свою очередь, способствует лучшему планированию бизнес- и инвестиционных проектов, а также расходов домохозяйств, поскольку менее вероятно неожиданное перераспределение богатства вследствие инфляционных шоков. Большая стабильность и прозрачность экономики могут создавать условия не только для снижения волатильности выпуска, но и для более быстрого экономического роста.

В работе Брито и Бустедта [33] показано, что поддержание режима инфляционного таргетирования в развивающихся странах оказывает заметное замедляющее воздействие на

средние темпы роста выпуска. При этом обнаружено менее значимое, чем в работах предшественников, понижающее воздействие режима инфляционного таргетирования на темпы роста потребительских цен, показатели волатильности выпуска и инфляции. В работе Моллика и соавторов [27] отмечается, что негативные последствия могут иметь место в развивающихся странах, но только в краткосрочной перспективе: повышение ставок процента может нейтрализовать положительный эффект, связанный не только с повышением инвестиционной привлекательности национальной экономики для внутренних инвесторов, но и с притоком иностранного капитала. Однако в долгосрочной перспективе практика инфляционного таргетирования обеспечивает позитивные эффекты для темпов роста выпуска, поскольку выигрыш от дезинфляционных процессов превышает потери реального сектора, связанные с ростом процентных ставок. Айрес с соавторами [34], рассмотрев 51 развивающуюся экономику в период 1985–2010 гг., обнаружили краткосрочное негативное воздействие на выпуск в следующем за сменой режима квартале, которое, как правило, нивелируется в последующих кварталах более быстрым ростом. Отсюда авторы делают вывод о том, что переход к инфляционному таргетированию не оказывает негативного влияния на выпуск в среднесрочной и долгосрочной перспективе. В целом можно сделать вывод о том, что в большинстве эмпирических работ не обнаружено устойчивых значительных эффектов влияния на выпуск со стороны инфляционного таргетирования.

Справедливость выводов о направлении влияния перехода к режиму инфляционного таргетирования на выпуск для стран, ориентированных на экспорт сырья, проверяется в исследовании Зубарева и Трунина [35]. Авторами выявлено отсутствие значимого влияния перехода к инфляционному таргетированию на рост ВВП как в моделях для развивающихся стран, так и в моделях, оцененных на подвыборке из тех развивающихся стран, экспорт которых ориентирован на сырье, в период 1990–2013 гг. Полученные оценки не дают устойчивых свидетельств в пользу негативного влияния перехода к инфляционному таргетированию на рост выпуска в экономике. В то же время выявлена и отрицательная зависимость между переходом к тар-

гетированию инфляции и волатильностью выпуска. Но этот эффект не столь существенен, что представляется вполне закономерным, если учесть, что сглаживание колебаний выпуска обычно не является целью центральных банков.

Выводы о позитивном влиянии перехода к инфляционному таргетированию на долгосрочную динамику выпуска получены в работе Картаева [36]. На основе моделей с фиксированными индивидуальными эффектами на выборке из 188 стран, а также на ряде специфических подвыборок стран за период 1999–2015 гг. автором вычислены накопленные за 3–5 лет динамические мультипликаторы режимов политики центрального банка. В работе отмечается, что для альтернативных инфляционному таргетированию номинальных якорей денежно-кредитной политики подобного устойчивого позитивного эффекта не выявлено.

Отдельный интерес при исследовании режима инфляционного таргетирования в развитых и развивающихся странах представляет анализ его результативности в кризисных и посткризисных условиях. В работе Де Карвальо Фильо [37] отмечается, что вне зависимости от уровня экономического развития те страны, которые таргетировали инфляцию, легче адаптировались к условиям кризиса, столкнувшись с относительно невысоким ростом уровня безработицы и продемонстрировав достаточно быстрые темпы посткризисного восстановления. Аналогичные результаты получены в исследовании Роджера [38] по 29 странам за период 1990–2009 гг. Выявлено, что режим инфляционного таргетирования оказался эффективным как в докризисный, так и в кризисный период. Страны, таргетирующие инфляцию, перенесли кризис с минимальными потерями. Хотя снижение темпов роста выпуска и увеличение инфляции характерно для всех групп стран, низкодоходные страны, не таргетирующие инфляцию, характеризовались в два раза большим повышением цен, чем схожие по уровню развития страны, таргетирующие инфляцию (4,7 п. п. против 2,3 п. п.). При этом выпуск упал примерно на одну и ту же величину (–1,3 п. п. против –1,6 п. п.). Хотя в странах с высоким уровнем дохода, таргетировавших инфляцию, темпы роста выпуска снизились более существенно (–2,4 п. п.), применение

режима инфляционного таргетирования позволило им избежать стремительного ускорения темпов роста потребительских цен. В результате инфляция увеличилась в меньшей степени (1,9 п. п. в среднем), чем в обеих группах развивающихся стран. Данный результат объясняется тем фактом, что инфляционные ожидания в большей степени поддаются управлению в странах, таргетирующих инфляцию.

\* \* \*

Таким образом, режим инфляционного таргетирования представляется наиболее гибким режимом денежно-кредитной политики, позволяющим учитывать особенности глобализированной мировой экономики, выражающиеся в повышении значимости и волатильности транснациональных потоков капитала. При этом, как показывает практика, инфляционное таргетирование не налагает строгих требований и ограничений в макроэкономической политике внедряющих его стран. Скорее, совершенствование механизмов денежно-кредитной политики и повышение ее открытости происходят уже в процессе перехода на режим таргетирования инфляции. Результаты эмпирических исследований его эффективности, несмотря на имеющиеся противоречия, подтверждают позитивный эффект применения данного режима денежно-кредитной политики с точки зрения достижения не только более низких темпов роста потребительских цен, но и снижения ценовой волатильности. Вместе с тем его воздействие на темпы роста выпуска может быть неоднозначным и зависит от скорости адаптации экономики к новому режиму денежно-кредитной политики.

### 3. Анализ выгод и издержек перехода к инфляционному таргетированию для России

#### 3.1. Выгоды и издержки ценовой стабильности

Как было показано выше, главный выигрыш экономической системы от внедрения таргетирования инфляции заключается в достижении ценовой стабильности. Низкая предсказуемая инфляция делает макроэкономические условия более прогнозируемыми, что позволяет предпринимателям, инвесторам, домохозяйствам и государству расширить горизонт планирования. Низкие инфляционные ожидания содействуют росту объемов кредитования и увеличению сроков выданных кредитов, а это дает дополнительный импульс инвестициям в основной капитал и экономическому развитию. Помимо этого, таргетирование инфляции способствует снижению волатильности выпуска и повышению устойчивости экономической системы к внешним шокам, действие которых смягчается с помощью механизма гибкого обменного курса [39; 40; 41].

Позитивный эффект от ценовой стабильности не проявляется мгновенно после перехода к таргетированию инфляции, так как он возникает как результат снижения неопределенности, пересмотра инфляционных ожиданий экономическими агентами и соответствующими

щего изменения условий на рынке капитала. Данные процессы занимают ощутимое время, поэтому априори нет оснований ожидать быстрого сокращения реальных ставок, увеличения сроков предоставления займов и резкого усиления инвестиционной активности сразу после внедрения инфляционного таргетирования. Тем не менее в долгосрочной перспективе, по мере того как будет расти доверие к национальной валюте, денежным властям и проводимой ими политике, положительные эффекты ценовой стабильности раскроются наиболее полно.

В отличие от позитивных эффектов, проявляющихся в долгосрочной перспективе, негативные последствия политики высоких ставок, как правило, отчетливо наблюдаются сразу после ужесточения денежной политики. При этом основные негативные эффекты дезинфляции, как правило, не носят долговременный характер. Как только экономика адаптируется к новым монетарным условиям, цикл жесткой денежной политики прекращается и исчезает ее сдерживающее воздействие; при этом реальные показатели возвращаются к своим естественным уровням.

Дезинфляционный маневр, даже если он анонсирован заранее и осуществляется в относительно плавном режиме, часто приводит к рецессии и росту безработицы [42; 43]. Причиной этого является феномен инертности инфляции, объяснения которого кроются в особенностях формирования инфляционных ожиданий, а также номинальной жесткости цен и зарплат. Повышение ставок сокращает совокупный спрос, следствием чего становится рецессия при параллельно снижающейся инфляции. Происходит сокращение инвестиций, сворачивание кредитования, падение располагаемых доходов. Переход к инфляционному таргетированию и повышение ставок редко происходит в нейтральной макроэкономической обстановке. На практике, особенно когда речь идет о развивающихся экономиках, смена монетарного режима и ужесточение политики часто являются реакцией властей на крах режима фиксированного курса. Кризисы данного типа сопровождаются резким скачком инфляции, нестабильностью в финансовом секторе и замедлением темпов экономического роста вплоть до падения ВВП. Первопричиной рецессии и экономической нестабильно-

сти в таких обстоятельствах является не переход на таргетирование инфляции, а предшествующий ему финансовый кризис.

Эмпирическая оценка соотношения позитивных и негативных эффектов политики высоких ставок и перехода к инфляционному таргетированию связана с заметными трудностями, среди которых можно выделить две главные. Во-первых, положительные эффекты, связанные с переходом к таргетированию инфляции, по своей природе имеют долгосрочный характер, поэтому состоятельная их оценка возможна только по прошествии значительного времени. Любые оценки, которые делаются преждевременно, будут заведомо заниженными. Тем не менее даже в среднесрочном периоде после смены монетарного режима можно увидеть следы позитивных сдвигов в сфере долгосрочного кредитования. Во-вторых, существует проблема идентификации негативных последствий дезинфляционной политики ввиду того, что переход к таргетированию инфляции, как указано выше, зачастую является вынужденной реакцией на потерю устойчивости режима фиксированного курса или иного проинфляционного шока, что само по себе негативно сказывается на экономике. Отделить последствия монетарного ужесточения от воздействий внешних шоков при этом крайне затруднительно. Если интерпретировать все негативные эффекты исключительно как результат политики дезинфляции, то оценка будет заведомо завышенной. Оба данных обстоятельства нужно учитывать при анализе издержек и выгод перехода к таргетированию инфляции в России.

На протяжении длительного времени в экономической литературе ведутся дискуссии, касающиеся вопроса оптимального уровня инфляции, а также величины потерь общественного благосостояния, вызываемых инфляцией, и источников этих потерь. Переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования и последующее снижение уровня инфляции в России позволяют проанализировать степень уменьшения потерь общественного благосостояния из-за инфляции и, как следствие, положительные последствия перехода монетарных властей к новому режиму денежно-кредитной политики.

Традиционный подход, или подход частичного равновесия, к анализу потерь общественного благосостояния, вызываемых

инфляцией, был предложен в работах [45; 46]<sup>1</sup>. Согласно этому подходу, реальные кассовые остатки рассматриваются как актив (или потребительский товар), и поэтому инфляция является налогом на реальные деньги. Впоследствии оценке потерь благосостояния из-за инфляции были посвящены такие работы, как [47; 48] и др.

Другой подход, подход общего равновесия, к анализу рассматриваемой проблемы базируется не на оценке эконометрических моделей, а на калибровке структурных моделей (динамических стохастических моделей общего равновесия). Примерами таких исследований являются работы [49; 50; 51; 52] и др.

Оценки потерь благосостояния из-за инфляции чувствительны к оценкам коэффициентов уравнения спроса на деньги и обычно интерпретируются исходя из следующих подходов. Первый подход (частичного равновесия) предполагает анализ изменения потребительского излишка. Если предположить, что деньги обладают прямой полезностью [53], повышение инфляции, сокращая реальные деньги на руках у населения, приводит к снижению уровня полезности, а значит, и благосостояния. Издержки измеряются площадью под кривой спроса на деньги, т. е. потребительским излишком, утраченным из-за положительной ожидаемой инфляции. Второй подход, используемый в DSGE-моделях, базируется на вычислении того, какое процентное увеличение потребления соответствует ситуации безразличия для агента между нулевой и положительной номинальной ставкой процента. В этом случае потери благосостояния измеряются в процентах от уровня потребления в стационарном состоянии. Заметим, что при DSGE-моделировании появляется возможность учета не только отрицательных, но и положительных эффектов (умеренно низкой) инфляции.

Оценки потерь общественного благосостояния из-за инфляции в России, полученные с помощью подхода частичного равновесия, представлены на рис. 1. Анализ проводился на квар-

<sup>1</sup> Подход Бэйли предполагает, что оптимальна нулевая инфляция. Подход Фридмана предполагает, что оптимальной является нулевая номинальная ставка процента, а значит, дефляция.

тальных данных за 2000–2017 гг. При оценке функции спроса на деньги

$$\ln\left(\frac{M}{P}\right)_t = \alpha_0 + \alpha_2 \ln Y_t + \alpha_3 i_t + \varepsilon_t$$

в качестве денежной массы ( $M$ ) использовался агрегат M2, уровень цен ( $P$ ) был измерен с помощью ИПЦ, в качестве показателя экономической активности населения ( $Y$ ) использовался реальный ВВП, а в качестве альтернативной стоимости хранения денег ( $i$ ) — инфляция<sup>1</sup>.

Результаты расчетов показывают, что переход Банка России к режиму инфляционного таргетирования с установлением цели по инфляции на уровне 4%, что существенно ниже исторических уровней инфляции в стране, позволяет снизить потери общественного благосостояния из-за инфляции в России.

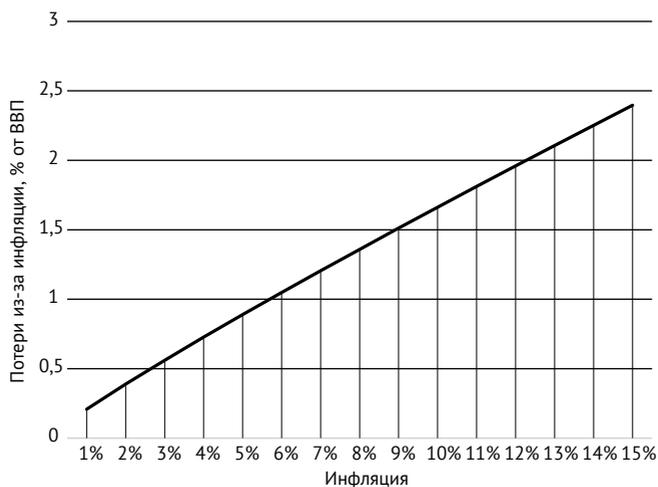


Рис. 1. Модельные оценки связи потерь общественного благосостояния и инфляции

Источник: расчеты авторов.

<sup>1</sup> Непосредственное включение инфляции, а не ставки процента в уравнение спроса на деньги позволило избежать использования нереалистичного предположения о том, что реальная ставка процента в России постоянна на рассматриваемом периоде.

Инфляция на уровне 15%, наблюдавшаяся по итогам 2002 г., приводит, согласно проведенным оценкам, к потерям 2,4% реального ВВП, инфляция на уровне 9% (значение 2006 г.) приводит к потерям 1,5% реального ВВП, а инфляция на уровне 6,1% (значение 2011 г.) — к потерям 1,04% реального ВВП. Инфляция на уровне таргета 4% соответствует модельным потерям в размере 0,73% реального ВВП. Таким образом, снижение величины потерь из-за инфляции в России при переходе к режиму инфляционного таргетирования является существенным в терминах реального ВВП<sup>1</sup>.

### **3.2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ В РОССИИ В ПЕРИОД ПЕРЕХОДА НА ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ**

Еще в середине 2000-х гг. Банк России в официальных документах объявлял о своих намерениях в ближайшие годы перейти к таргетированию инфляции. Темп роста потребительских цен в России был высоким не только по меркам развитых стран, но даже при сопоставлении с развивающимися экономиками, сравнимыми с российской с точки зрения стадии экономического развития. Планам введения таргетирования инфляции помешал глобальный финансово-экономический кризис 2008–2009 гг., и в итоге смена монетарного режима произошла только в 2015 г.

Для перехода к таргетированию инфляции необходимо было отказаться от управления номинальным валютным курсом, внедрив линейку операций рефинансирования, и сделать процентную ставку работающим инструментом денежно-кредитной политики. Коридор для валютной корзины необходимо было упразднить, переведя рубль в свободное плавание. В основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики (ОНЕГДКП) на 2015 г. и период 2016–2017 гг. впервые было зафиксировано целевое значение инфляции на

<sup>1</sup> В то же время необходимо понимать, что, как уже было сказано выше, соответствующие оценки учитывают не все отрицательные и положительные эффекты инфляции.

уровне 4%, а конец 2017 г. был установлен как ожидаемый срок достижения таргета. Российский регулятор установил таргет инфляции на уровне 4%, при том что в современной России инфляция по итогам года никогда не опускалась ниже 6%. Таким образом, предполагалось, что Центральному банку нужно будет реализовывать дезинфляционную политику, т. е. временно ужесточить монетарные условия, чтобы снизить инфляцию до целевого уровня; подобный макроэкономический маневр обычно сопровождается спадом экономической активности.

До 2015 г. ЦБ также определял прогнозные значения инфляции, но они практически никогда не достигались (табл. 5), поскольку регулятор первоочередное внимание уделял контролю динамики курса бивалютной корзины. Монетарная политика была преимущественно адаптивной, реальные ставки денежного рынка были отрицательными и активных усилий денежных властей, направленных на подавление инфляции и достижение целевых значений, не наблюдалось [54; 55].

Таблица 5. Целевые значения инфляции в соответствии с ОНЕГДКП и фактическая инфляция в 2006–2014 гг.

Год	Целевое значение инфляции по ОНЕГДКП, %	Фактическая инфляция, %
2006	7,0–8,5	9,0
2007	6,5–8,0	11,9
2008	6,0–7,0	13,3
2009	7,0–8,5	8,8
2010	9,0–10,0	8,8
2011	6,0–7,0	6,1
2012	5,0–6,0	6,6
2013	5,0–6,0	6,5
2014	5,0	11,4

Источник: Банк России

Как и предполагалось, переход на новый режим был завершен к началу 2015 г., однако он был реализован в стрессовой ситуации, что серьезно осложнило переходный период. Постепенный переход к политике высоких ставок начался в 2014 г., ког-

да Банк России последовательно в несколько шагов повысил ключевую ставку с 5,5% в марте до 9,5% в ноябре. Параллельно с этим существенно ухудшались условия торговли: цена на нефть марки Brent в июне 2014 г. достигала 111 долларов США за баррель, но к январю следующего года опустилась до 50 долларов США за баррель.

В то же время развитые страны начали вводить санкции против российских компаний и банков, ограничив им доступ на свои рынки капитала и наложив запрет на некоторые сделки. Помимо этого, российские власти ввели пакет ответных санкций в форме эмбарго. Более чем двукратное падение цен на нефть, рост напряженности в межгосударственных отношениях и введение санкций со стороны развитых стран привели к сильнейшему понижающему давлению на рубль. Инфляция начала стремительно расти (рис. 2). В критической ситуации, пик которой пришелся на декабрь 2014 г., на валютном рынке наблюдалась исключительно высокая волатильность и Банк России принял решение резко повысить ставку до 17%.

Таким образом, повышение ставок в 2014 г. было продиктовано не только стремлением реализовать дезинфляционный маневр в рамках перехода к таргетированию инфляции,

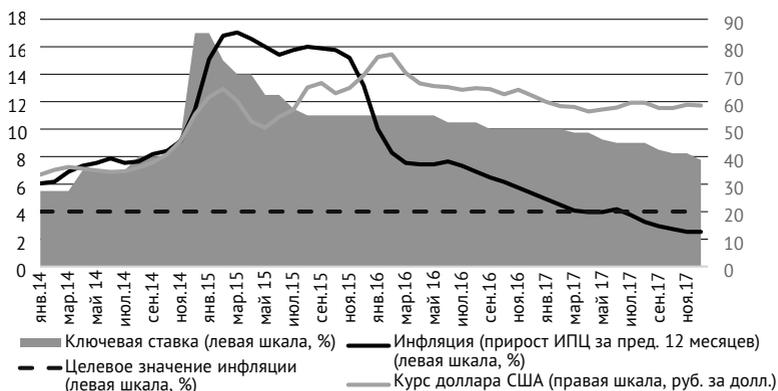


Рис. 2. Ключевая ставка, фактическая и целевая инфляция и курс доллара США в 2014–2016 гг.

Источник: Банк России

но и намерением сдержать прогрессирующее ослабление рубля, ставшее следствием эскалации геополитической напряженности и ухудшения условий торговли. Руководство ЦБ РФ приняло решение не менять целевой ориентир под действием внешних шоков и довести инфляцию до целевого уровня в течение двух лет. Это предполагало сохранение достаточно жестких условий на денежном рынке, для того чтобы переломить инфляционный тренд. За два года политики высоких ставок денежным властям удалось довести инфляцию до таргетируемого значения. Экономика при этом находилась в состоянии рецессии.

### **3.3. СООТНОШЕНИЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ И ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА В РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ**

В конце 2014 г. Банк России практически полностью прекратил операции на внутреннем валютном рынке. Тем не менее одной из ключевых мер денежно-кредитной политики, введенных в конце 2014 г. и направленных на ослабление ажиотажного спроса на иностранную валюту, оказалось предоставление Банком России кредитным организациям кредитов в долларах США. В качестве инструментов валютного рефинансирования использовались операции «валютный своп», операции валютного РЕПО сроком 1 неделя, 28 дней, 1 год, а также кредитные аукционы по предоставлению кредитным организациям кредитов в долларах США, обеспеченных залогом прав требования. Данные инструменты пользовались большим спросом со стороны банков в 2014–2015 гг. Так, на пике кризиса 2015 г. задолженность банков перед ЦБ РФ по операциям валютного РЕПО составляла 35 млрд долл., тогда как в 2017 г. она практически сошла на нет. Широкое использование операций валютного РЕПО оказалось оправданным и позволило снизить давление на валютный рынок. В целом, как показывает описанный выше мировой опыт, использование данного инструмента регулятором при возникновении серьезных рисков финансовой нестабильности не входит в противоречие с режимом инфляционного таргетирования.

Отметим, что в период высокой волатильности на валютном рынке в конце 2014 г. — начале 2015 г. экспертным и академическим сообществом велась активная дискуссия относительно возможности введения ограничений на движение капитала. Тем не менее Банку России удалось стабилизировать ситуацию, не прибегая к столь кардинальным мерам. Рассмотренная в работе [56] эволюция ограничений на капитальные операции в России и динамика притока и оттока капитала из страны за период 1990–2010-х гг. позволяют говорить о том, что основным фактором движения капитала является состояние российской экономики, а также внутренние и внешние шоки. Действовавшие до 2007 г. ограничения оказались слабо эффективными и не предотвратили ни кризис 1998 года, ни масштабный чистый приток капитала, начавшийся в 2006 году.

Вопрос о соотношении плавающего валютного курса и режима инфляционного таргетирования вновь стал активно обсуждаться в 2017–2018 гг., когда Банк России приступил в рамках бюджетного правила к прямой конвертации на валютном рынке дополнительных нефтегазовых доходов бюджета. В соответствии с действующим в России бюджетным правилом базовая цена на нефть марки Urals соответствует 40 долл. за баррель, и начиная с 2018 г. эта цена подлежит ежегодной 2-процентной индексации. Таким образом, в 2018 г. базовая цена соответствует 40,8 долл. за баррель нефти Urals, тогда как его средняя фактическая цена, по оценкам Минфина России, в 2018 г. составит 69,6 долл. за баррель. Дополнительные доходы, формируемые за счет превышения фактической цены на нефть над базовой, согласно бюджетному правилу, конвертируются в иностранную валюту и направляются на пополнение Фонда национального благосостояния. В результате, если в 2017 г. на покупку иностранной валюты за счет средств федерального бюджета было потрачено 829,1 млрд руб., то в 2018 г. — планируется около 3,2 трлн руб. В результате одним из факторов изменения валютных резервов Банка России в 2017–2018 гг. вновь стали операции по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке: в 2017 г. их вклад в рост резервов составил 14,2 млрд долл. США, в I квартале 2018 г. — 12,4 млрд долл. Однако с точки зрения объемов

находящихся в обращении денежных средств в национальной валюте, это процесс, обратный по своей сути изъятию средств из обращения в виде налогов и аккумулированию бюджетного профицита на счетах Банка России. Таким образом, реализация бюджетного правила в таком виде является нейтральным для денежного предложения и процентных ставок в экономике.

При этом Банк России признает, что «бюджетное правило сглаживает влияние внешнеэкономической конъюнктуры на внутренние условия, в т. ч. на динамику курса рубля» [57]. Не отрицает этого эффекта и Минфин России, по мнению которого «бюджетное правило способствует снижению чувствительности курсовых колебаний к динамике цен на нефть» [58]. Однако, учитывая, что Банк России не преследует цели по управлению обменным курсом рубля, на наш взгляд, действующий в России механизм не только не противоречит принципам инфляционного таргетирования, но и согласуется с практикой таргетирующих инфляцию монетарных властей.

По нашим оценкам, курс рубля к доллару был недооцененным по сравнению с фундаментально обоснованными значениями валютного курса на 5–10% в 2018 г. [59; 60]. Однако такая недооценка валютного курса обусловлена не только действиями Минфина России, но и рисками и неопределенностью в условиях ужесточения санкций и ухудшения ситуации на всех развивающихся рынках в результате ужесточения монетарной политики США, а также премией за геополитический риск инвестиций в российские активы. Свидетельство того, что влияние валютных интервенций Минфина России на курс не является определяющим, — тот факт, что в целом динамика номинального курса рубля соответствует динамике курса валют других развивающихся стран, таргетирующих инфляцию, а также стран, экспортирующих энергоресурсы (рис. 3).

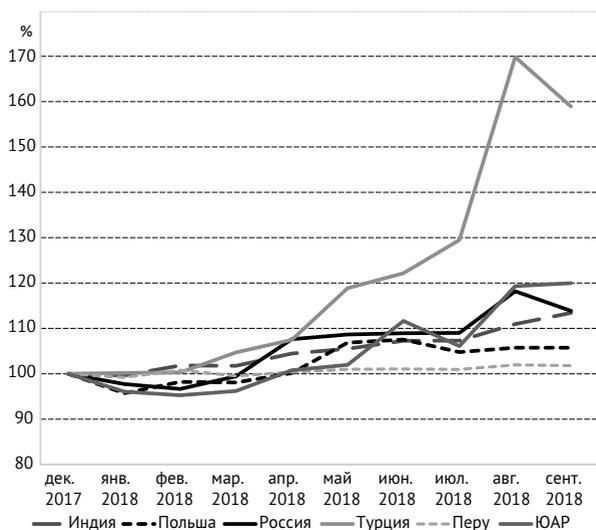
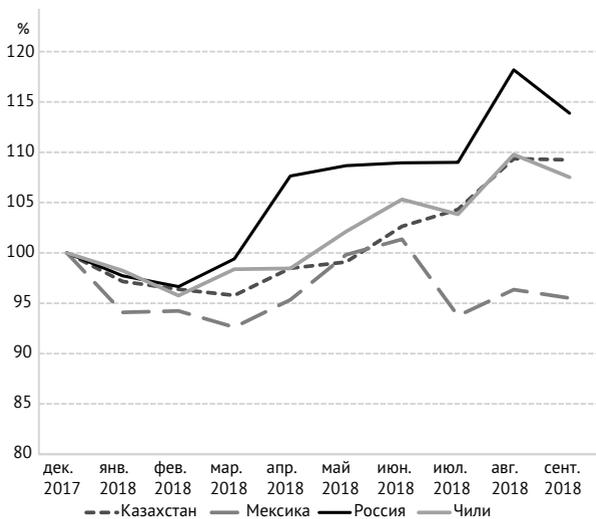


Рис. 3. Динамика номинального курса доллара США (на конец периода) к национальным курсам валют ряда развивающихся стран, таргетирующих инфляцию (сверху — развивающиеся страны, таргетирующие инфляцию, снизу — развивающиеся страны — экспортеры сырья, таргетирующие инфляцию) (дек. 2017 г. = 100%)

Источник: МВФ.

### **3.4. ИЗДЕРЖКИ ПОЛИТИКИ ВЫСОКИХ СТАВОК: СЕКТОРАЛЬНЫЙ АСПЕКТ**

Первая проблема, которая возникает при попытке оценить на практике потери от политики высоких ставок, заключается в точном определении временного интервала, на протяжении которого монетарные условия были более жесткими. Использование ключевой ставки как единственного ориентира не вполне корректно, поскольку доступность ресурсов определяется не только величиной номинальной ставки, но и инфляционными процессами. Повышение ставок Банком России началось в 2014 г., но параллельно росла и инфляция. Аналогичная трудность возникает при попытке определить точку выхода из цикла жесткой политики. Банк России последовательно снижал ставку с начала 2015 г., но также сокращался и темп роста потребительских цен.

Вместо попытки определить моменты начала и завершения цикла жесткой политики, привязываясь к решениям о ключевой ставке, мы опираемся на квартальные показатели выпуска и инвестиций, очищенные от фактора сезонности. Началом цикла жесткой политики выбирается квартал, в котором эти показатели достигли локального максимума, а конечная точка соответствует локальному минимуму. Фактически начальная и конечная точки выбраны как точки, где происходил разворот траектории экономической активности от роста к спаду и затем обратно к росту. В соответствии с данным подходом точкой начала цикла жесткой политики является II квартал 2014 г., что также соответствует моменту повышения ставки регулятором. Завершение приходится на III квартал 2016 г., и хотя ставка в тот момент оставалась достаточно высокой и составляла 10,5% при текущей инфляции, близкой к 7% и продолжавшей сокращаться, мы полагаем, что в этот момент действие негативных факторов в основном уже было исчерпано. Об этом свидетельствует восстановление инвестиционной активности, указывающее на завершение адаптации экономики к новым условиям.

Ужесточение условий на рынке кредитования особенно явно сказывается на секторах, ориентированных на производство

инвестиционных товаров, товаров длительного пользования и возведение объектов недвижимости, так как спрос на данную продукцию наиболее чувствителен к динамике процентных ставок. Потери несут малые и средние предприятия, для которых доступ к кредиту относительно затруднен, например, по причине отсутствия необходимого залога [44]. Так как снижение инфляции достигается поддержанием повышенных реальных ставок, дезинфляционный период предполагает перераспределительный эффект между кредиторами и заемщиками в пользу первых. В данной ситуации банки, выполняющие роль посредников между кредиторами и заемщиками, сталкиваются с трудностями. Рост ставки и рецессия приводят к снижению спроса на кредит, ухудшению кредитного портфеля и потерям в связи с ухудшением финансового положения заемщиков. При этом стоимость привлечения средств увеличивается, что в совокупности с потерями на стороне активов приводит к снижению достаточности капитала и делает банковский сектор более уязвимым.

Большая часть описанных выше эффектов (например, значительное падение производства в инвестиционно-ориентированных отраслях, ограничение доступа к кредиту малых и средних предприятий и убытки в банковском секторе) характерны не только для периодов дезинфляционной политики, но и для периодов циклического спада экономической активности. При анализе секторальных последствий политики высоких ставок в России это следует учитывать, поскольку в 2014 г. российская экономика столкнулась со значительными экзогенными шоками, а значит, даже при более мягкой политике ЦБ РФ фиксировался бы спад в инвестиционно-ориентированных отраслях, рост проблемных кредитов, снижение занятости и пр. Та макроэкономическая и секторальная динамика, которую мы наблюдали начиная с 2014 г., объясняется не только политикой дезинфляции, но и сокращением совокупного спроса.

Общие потери выпуска и инвестиций, измеренные как разница между пиковыми значениями показателей и нижней точкой, составляют 3,9% ВВП и 14,5% инвестиций. Наиболее тяжелый спад произошел в строительстве, автомобильном производстве, производстве подвижного железнодорожного состава

ва и в целом в секторе производства машин и оборудования. Пострадал сектор торговли, где сократился реальный товарооборот, что объясняется существенным падением реальных располагаемых доходов населения на 10%, измеренным также как разница между пиковым и нижним значением этого показателя. Динамика обрабатывающих производств соответствовала динамике общего выпуска в экономике, т. е. испытала заметный спад.

Ухудшение экономической ситуации закономерно отрицательно сказалось на финансовых показателях компаний. С начала кризиса доля просроченной задолженности выросла с 5% по состоянию на конец 2014 г. до 8,5% к середине 2016 г. Сектор строительства демонстрировал максимальный прирост доли просроченной задолженности.

Фактические данные по малым и средним предприятиям дают противоречивую картину. По данным Росстата, количество малых предприятий в 2016 г. по сравнению с 2014 г. не сократилось ни по одному из видов экономической деятельности. Увеличились показатели оборота малых предприятий во всех секторах. В то же время численность занятых на малых предприятиях с 2014 по 2016 г. сократилась на 6% в целом по экономике и на 13% и 10% в малых предприятиях торговли и строительства соответственно.

Спред между процентными ставками, по которым предприятия малого и среднего бизнеса получают кредиты, и ставками, по которым получают кредиты прочие предприятия реального сектора, оставался примерно постоянным, т. е. не наблюдалось роста премии за риск кредитования малого и среднего бизнеса. При этом общая сумма задолженности предприятий малого и среднего бизнеса перед банковским сектором сокращалась в 2014–2016 гг. даже в номинальном выражении (рис. 4), а просроченная задолженность при этом постоянно увеличивалась, и темп ее роста превышал средний по экономике. Неизменность премии за риск при сокращении кредитования может объясняться эффектом рационарирования кредита, заключающимся в том, что банки реагируют на рост рисков кредитования не повышением ставок, а ограничением предложения кредита при ужесточении требований к залому. Поскольку общий

## Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России

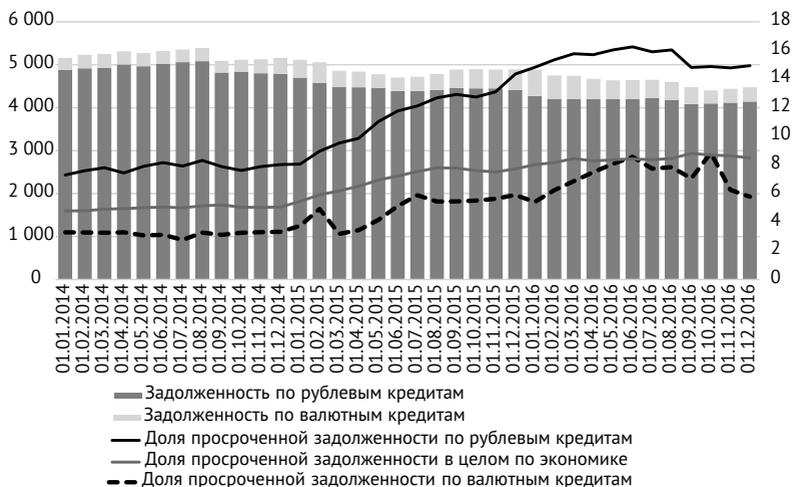


Рис. 4. Задолженность предприятий малого и среднего бизнеса (левая шкала, млрд руб.) и доля просроченной задолженности (правая шкала, %)

Источник: Банк России, расчеты авторов.

портфель кредитов банков в рассматриваемый период вырос, можно предположить, что сокращение кредитования малого бизнеса связано с дезинфляционной политикой и вынужденным сокращением займов малых предприятий по причине ограниченности доступа к кредитным ресурсам.

Еще одним сектором, на который дезинфляционная политика могла оказать негативное влияние, является ипотечное кредитование, особенно чувствительное к изменению процентных ставок. Однако в действительности ипотечное кредитование не испытало стресса и росло темпами, превышающими темп роста общего кредитного портфеля банков и портфеля банковских кредитов физлицам (рис. 5). Ставки по ипотечным кредитам выросли в 2015 г. вслед за повышением ключевой ставки ЦБ РФ, но в дальнейшем они постепенно сокращались, а сроки кредитования увеличивались (рис. 6). Возможным объяснением такой динамики процентных ставок, сроков и объемов кредитования может являться политика регулятора, которая

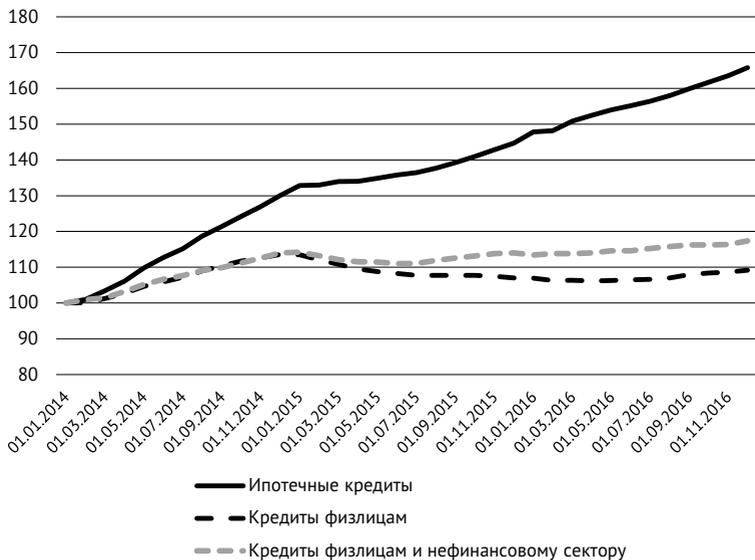


Рис. 5. Динамика задолженности по ипотечным кредитам и кредитам, выданным физлицам и нефинансовым организациям (январь 2014 = 100)

Источник: Банк России.



Рис. 6. Средние ставки выданных ипотечных кредитов и сроки кредитования

Источник: Банк России.

приводит к сокращению уровня ожидаемой инфляции и его волатильности, создавая стимулы к предоставлению долгосрочных кредитов и снижению ставок.

Оживление ипотечного кредитования можно отчасти связать с большей доступностью недвижимости для населения ввиду стагнации цен на этом рынке. При этом рост объемов ипотечного кредитования сложно объяснить желанием банков разместить средства по относительно высокой ставке, принимая во внимание, что в будущем она будет сокращаться по мере дальнейшего снижения ключевой ставки Банком России. Если бы это объяснение было верным, то кредитование расширилось бы по всему спектру кредитов, но в действительности ничего подобного не наблюдается.

Состояние банковского сектора в рассматриваемый период закономерно ухудшилось. Чистая прибыль банков уменьшилась с почти 1 трлн руб. в 2013 г. до 200 млрд руб. по итогам 2015 г. Доля убыточных банков резко выросла за тот же период с 9,5 до 25%, при этом убытки этих банков выросли с 2 до 7,2% от общей величины активов банковского сектора (рис. 7). Хотя чистая прибыль банков восстановилась в номинальном



Рис. 7. Показатели финансового результата банковского сектора в 2013–2017 гг.

Источник: Банк России.

выражении в 2016 г., но убытки кредитных организаций, имевших отрицательный финансовый результат по итогам года, по-прежнему остаются достаточно высокими. В будущем возможны потери в банковском секторе, поскольку фактор снизившегося в период рецессии качества кредитного портфеля делает банковский сектор уязвимее.

Можно сделать некоторые качественные заключения, если сравнить эпизод 2014–2016 гг. с эпизодом 2008–2009 гг., когда российская экономика также столкнулась с аналогичными по характеру и масштабу внешними шоками, но вместо повышения ставки и свободной девальвации регулятор реализовывал плавную контролируруемую девальвацию. В обоих эпизодах доступ к внешнему финансированию сократился, а также резко ухудшились условия торговли, но если в 2014–2016 г. Банк России проводил более жесткую политику, то в 2008–2009 гг. она была существенно мягче. Сопоставление динамики выпуска различных отраслей в этих двух эпизодах помогает оценить эффект от политики высоких ставок, очищенный от влияния внешних шоков. Чтобы сравнение было корректным, нужно использовать единый принцип при выборе начальной и конечной точки каждого эпизода, и в данном случае мы воспользуемся тем же подходом, который применялся ранее для датировки периода жесткой политики в 2014–2016 гг. Начальной точкой эпизода будем считать квартал, в котором показатель ВВП с устраненной сезонностью достиг локального максимума, т. е. перешел от роста к сокращению. Конечная точка эпизода аналогичным образом выбирается как точка локального минимума квартального ВВП с устраненной сезонностью (рис. 8). Экономика перешла к спаду во II квартале 2008 г., а нижняя точка была пройдена во II квартале 2009 г.: два данных момента будем считать границами рассматриваемого эпизода.

Экономический спад в 2008–2009 гг. был существенно более глубоким, чем в 2014–2016 гг., и соответственно, гораздо более глубоким было падение совокупного спроса. Поэтому не удивительно, что некоторые отрасли пережили намного более значительный спад в 2008–2009 гг., чем в 2014–2016 г. Для анализа секторальных последствий можно прибегнуть к анализу величины относительного спада в разных секторах,

## Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России

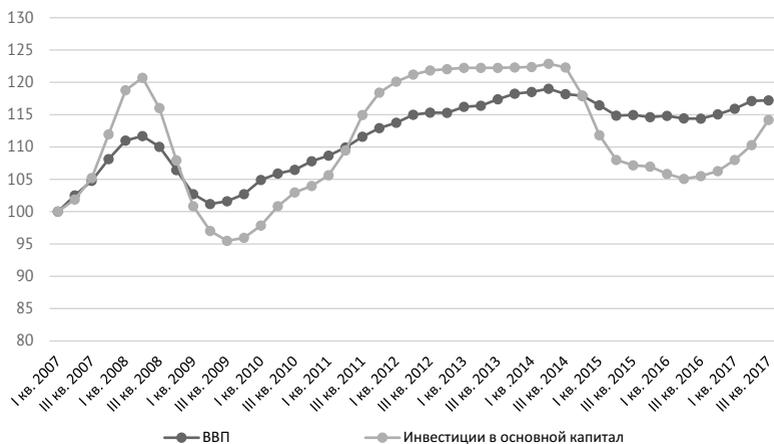


Рис. 8. ВВП и инвестиции в основной капитал в 2007–2017 г. (в реальном выражении, I кв. 2007 г.=100)

Источник: Росстат, ЦАД НИУ ВШЭ.

т. е. к отношению величины спада в некоторой отрасли между начальной и конечной точкой эпизода к общему снижению ВВП за тот же период. Сравнение дает возможность заключить, что в 2014–2016 г. относительный спад во многих инвестиционно-ориентированных отраслях оказался больше, чем аналогичный относительный спад в этих отраслях в 2008–2009 гг. (табл. 6). Относительное сокращение производства в автомобильной промышленности, строительстве, производстве железнодорожных составов было выше в 2008–2009 гг. Однако не все инвестиционно-ориентированные сектора перенесли 2008–2009 гг. с большими потерями. Производство машин и оборудования сократилось существенно меньше относительно ВВП в 2014–2016 гг.

Сектор торговли перенес кризис 2008–2009 гг. с относительно меньшими потерями, но это скорее объясняется тем, что бюджетная политика в тот период была мягкой и правительство реализовывало массивные меры поддержки, результатом которых стало сохранение реальных располагаемых доходов при значительном экономическом спаде. Ряд отраслей, таких как химическая промышленность, текстильное произ-

водство и пищевая промышленность, сохраняли положительную динамику в 2014–2016 г., при том что в 2008–2009 гг. они испытали существенный спад.

Таблица 6. Отношение сокращения выпуска отраслей к сокращению ВВП за аналогичный период для двух эпизодов (II кв. 2008 — II кв. 2009 г. и II кв. 2014 — III кв. 2016 г.)

Сектор	Период	
	II кв. 2008 — II кв. 2009	II кв. 2014 — III кв. 2016
Добыча полезных ископаемых	1,15	-0,99
Строительство	1,91	3,13
Сельское хозяйство	-0,45	-2,83
Розничная торговля	0,49	3,78
Промышленность	1,06	0,13
Металлургическое производство	2,05	2,14
Производство ж/д состава	4,60	7,93
Автомобильная промышленность	6,74	7,97
Производство машин и оборудования	6,32	3,32
Пищевая промышленность	0,39	-0,92
Производство кокса и нефтепродуктов	-0,06	1,06
Производство фармацевтической продукции	-1,01	-2,75
Текстильное производство	2,14	-2,13
Химическое производство	0,75	-4,03

Источник: Росстат, расчеты авторов.

Приведенных сравнений недостаточно для точной оценки эффекта политики высоких ставок; они дают весьма приблизительную и к тому же неоднозначную картину. Можно различить отдельные проявления большей чувствительности инвестиционно-ориентированных отраслей к степени жесткости политики Банка России и сделать вывод, что данные отрасли понесли дополнительные издержки в период реализации дезинфляционных мер. Вместе с тем, полностью относить потери выпуска в 2014–2016 гг. на счет жесткой политики ЦБ

РФ было бы неправильно. Масштабы внешних шоков не позволяют пренебречь их воздействием. На практике весьма затруднительно провести декомпозицию сокращения выпуска, отделив ту составляющую спада, которая объясняется исключительно внешними факторами, от той, которая связана с антиинфляционными мерами. Точность подобных оценок будет заведомо невысокой.

В целом достижение таргетируемого уровня инфляции можно считать успехом политики Банка России, тем более что изначально у экспертного сообщества были сомнения относительно реальности достижения такой низкой инфляции. Позитивные эффекты от снижения инфляции уже начинают проявляться, однако в полной мере выгоду от ценовой стабильности российская экономика сможет получить только после того, как инфляционные ожидания будут надежно заякорены около целевого уровня. Проявлением позитивных эффектов снижения инфляции следует считать сокращение ставок по долгосрочным ипотечным кредитам и увеличение сроков кредитования. Негативные эффекты от политики высоких ставок трудно идентифицируемы, поскольку жесткая политика проводилась на фоне неблагоприятных внешних шоков, а значит, затруднительно однозначно определить, в какой мере рецессия была спровоцирована политикой ЦБ РФ.

\* \* \*

Таким образом, успешность российского опыта перехода к режиму инфляционного таргетирования заключается в достижении инфляцией целевого ориентира в 4%. В подобных условиях в 2018 г. ключевая ставка приблизилась к нейтральному значению, а разрыв выпуска — к нулевому уровню, что свидетельствует об адаптации экономики к новым условиям на денежном рынке и постепенном завершении переходного периода. К позитивным последствиям снижения инфляции следует отнести сокращение ставок по долгосрочным ипотечным кредитам и увеличение сроков кредитования. Тем не менее позитивные эффекты от уменьшения инфляции в полной мере будут

проявляться по мере дальнейшего снижения инфляционных ожиданий и их стабилизации около целевого уровня.

Проведенный анализ показал, что практика реализации режима инфляционного таргетирования и плавающего валютного курса в условиях функционирования бюджетного правила в России полностью согласуется с мировым опытом стран, таргетирующих инфляцию. Закупки Минфином России иностранной валюты на валютном рынке с целью пополнения средств суверенного фонда не противоречат режиму инфляционного таргетирования (учитывая тот факт, что Банк России не преследует цели по управлению обменным курсом рубля) и не оказывают значительного воздействия на динамику курса рубля.

Сохранение высокой степени неопределенности, обусловленной ожиданиями дальнейшего усиления санкций против России, и ухудшение условий торговли или ситуации в развивающихся странах несет в себе риски замедления перехода Банка России к нейтральной монетарной политике и даже ее ужесточения. В этом случае временной лаг между переходом к режиму инфляционного таргетирования и проявлением позитивных эффектов данного режима для динамики выпуска, составляющий в среднем 3–5 лет, может возрасти.

Однако в целом мировой опыт говорит о том, что инфляционное таргетирование является наиболее современным режимом денежно-кредитной политики, и именно за ним будущее, в том числе в России. Стабилизация инфляции на низком уровне стала успешной институциональной реформой, завершение которой позволит создать предпосылки для макроэкономической стабильности на много лет вперед.

## Список литературы

1. *Goodfriend M.* How the world achieved consensus on monetary policy // *Journal of Economic Perspectives*. 2007. Vol. 21. No. 4. P. 47–68.
2. *Goodfriend M., King R. G.* The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy // *NBER macroeconomics annual*. 1997. Vol. 12. P. 231–283.
3. *Clarida R., Gali J., Gertler M.* The science of monetary policy: a new Keynesian perspective // *Journal of economic literature*. 1999. Vol. 37. No. 4. P. 1661–1707.
4. *McCandless Jr G. T., Weber W. E.* Some monetary facts // *Quarterly Review*. 1995. Vol. 19. No. 3.
5. *Lucas R. E.* Two illustrations of the quantity theory of money // *The American Economic Review*. 1980. Vol. 70. No. 5. P. 1005–1014.
6. *Berentsen A., Menzio G., Wright R.* Inflation and unemployment in the long run // *American Economic Review*. 2011. Vol. 101. No. 1. P. 371–398.
7. *Banati L.* Long run evidence on money growth and inflation // *ECB Working paper series*. 2009. Vol. 1027.
8. *Кудрин А., Горюнов Е., Трунин П.* Стимулирующая денежно-кредитная политика: мифы и реальность // *Вопросы экономики*. 2017. № 5. С. 5–28.
9. *Barro R.* Inflation and Growth // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 1996. Vol. 78. No. 3.
10. *Barro R. J.* Inflation and economic growth // *Annals of Economics & Finance*. 2013. Vol. 14. No. 1.
11. *Bullard J. B.* Testing long-run monetary neutrality propositions: Lessons from the recent research // *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Nov. 1999. P. 57–77.

12. *Bullard J., Keating J. W.* The long-run relationship between inflation and output in postwar economies // *Journal of Monetary Economics*. 1995. Vol. 36. No. 3. P. 477–496.
13. *Bernanke B. S., Mishkin F. S.* Inflation targeting: a new framework for monetary policy? // *Journal of Economic perspectives*. 1997. Vol. 11. No. 2. P. 97–116.
14. *Svensson L. E. O.* Inflation targeting as a monetary policy rule // *Journal of monetary economics*. 1999. Vol. 43. No. 3. P. 607–654.
15. *Barro R. J., Gordon D. B.* Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy // *Journal of monetary economics*. 1983. Vol. 12. No. 1. P. 101–121.
16. *Kydland F. E., Prescott E. C.* Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans // *Journal of political economy*. 1977. Vol. 85. No. 3. P. 473–491.
17. *Mishkin F. S.* The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER working paper. 1996. Vol. w5464.
18. *Blinder A. S., Ehrmann M., Fratzscher M., De Haan J., Jansen D. J.* Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence // *Journal of Economic Literature*. 2008. Vol. 46. No. 4. P. 910–945.
19. *Ghosh A. R., Ostry J. D., Chamon M.* Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies in emerging market economies // *Journal of International Money and Finance*. 2016. No. 60. P. 172–196.
20. *Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M.* The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility // *Review of Economics and Statistics*. 2005. Vol. 87. No. 3. P. 423–438.
21. *Дробышевский С., Киюцевская А., Трунин П.* Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса // *Вопросы экономики*. 2016. № 5.
22. *Annual Report on Exchange rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2017 / International Monetary Fund.*
23. *Киюцевская А. М., Трунин П. В.* Курсовая политика в рамках инфляционного таргетирования: мировая практика и действия Банка России // *Деньги и кредит*. Т. 5.
24. *Inflation targeting with a fluctuating exchange rate. Address by Deputy Governor Jarle Berge at a conference arranged by Pareto Securities in Oslo, 27 March 2003 // Norges bank. <https://www.norges-bank.no/en/Published/Speeches/2003/2003-03-27-2>.*

25. *Hyvonen M.* Inflation Convergence Across Countries // Research Discussion Paper Economic Research Department Reserve Bank of Australia. June 2004.
26. *Vega M., Winkelried D.* Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story? // International Journal of Central Banking. 2005. Vol. 1. No. 3. P. 153–175.
27. *Mollik A., Torres R., Carneiro F.* Does Inflation Targeting Matter for Output Growth? Evidence from Industrial and Emerging Economies // World Bank Policy Research Working Paper. 2008. No. 4791.
28. *Mishkin F. S., Schmidt-Hebbel K.* Does Inflation Targeting Make a Difference? // NBER Working Paper. 2007. No. 12876.
29. *Johnson D. R.* The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel // Journal of Monetary Economics. Nov. 2002. Vol. 49. No. 8. P. 1521–1538.
30. *Ball L., Sheridan N.* Does Inflation Targeting Matter? // The Inflation Targeting Debate. Chicago: The University of Chicago Press, 2005. P. 249–276.
31. *Batini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S.* Inflation Targeting and the IMF // IMF Board Paper SM/06/33. 2006.
32. *Goncalves C. E., Salles J.* Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? // Journal of Development Economics. 2008. No. 85. P. 312–318.
33. *Brito R., Bystedt B.* Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence // Journal of Development Economics. 2010. No. 91. P. 198–210.
34. *Ayres K., Belasen A. R., Kutan A. M.* Does inflation targeting lower inflation and spur growth? // Journal of Policy Modeling. 2014. Vol. 2. No. 36. P. 373–388.
35. *Зубарев А., Трунин П.* Макроэкономический эффект перехода к таргетированию инфляции в развивающихся странах // Финансы и кредит. 2015. № 25. С. 41–54.
36. *Картаев Ф.* Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 50–63.
37. *Carvalho Filho I. de.* Inflation Targeting and the Crisis: An empirical assessment // IMF Working Paper. 2010. Vol. 10. No. 45.

38. *Roger S.* Inflation targeting at 20: Achievements and Challenges // Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects. Cambridge University Press, 2010.
39. *Svensson L.E.* Open-economy inflation targeting // Journal of international economics. 2000. Vol. 50. No. 1. P. 155–183.
40. *Edwards S.* The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited // NBER working paper. 2006. Vol. w12163.
41. *Полбин А. В.* Моделирование реального курса рубля в условиях изменения режима денежно-кредитной политики // Вопросы экономики. 2017. № 4. С. 61–78.
42. *Erceg C. J., Levin A. T.* Imperfect credibility and inflation persistence // Journal of monetary economics. 2003. Vol. 50. No. 4. P. 915–944.
43. *Ball L.* Disinflation with imperfect credibility // Journal of Monetary economics. 1995. Vol. 35. No. 1. P. 5–23.
44. *Thorbecke W.* Who pays for disinflation // Public policy brief. 1997. No. 38.
45. *Bailey M.* The Welfare Cost of Inflationary Finance // Journal of Political Economy. 1956. Vol. 64. No. 2. P. 93–110.
46. *Friedman M.* Government Revenue from Inflation // Journal of Political Economy. Aug. 1971. P. 846–856.
47. *Fischer S.* The role of macroeconomic factors on growth // NBER Working paper. Dec. 1993. Vol. 4565. P. 1–36.
48. *Lucas R. E.* Inflation and Welfare // Econometrica. 2002. Vol. 68. No. 2. P. 247–274.
49. *Cooley T., Hansen G.* The Inflation Tax in a Real Business Cycle Model // The American Economic Review. 1986. Vol. 79. No. 4. P. 733–748.
50. *Cooley T., Hansen G.* The Welfare Costs of Moderate Inflation // Journal of Money, Credit and Banking. 1991. Vol. 23. No. 3. P. 483–503.
51. *Dotsey M., Ireland P.* The Welfare Cost of Inflation in General Equilibrium // Journal of Monetary Economics. 1996. Vol. 37. No. 1. P. 29–47.
52. *Kydland F., Henriksen E.* Endogenous money, inflation, and welfare // Meeting Papers 919. 2005.
53. *Sidrauski M.* Rational choice and patterns of growth in a monetary economy // The American Economic Review. 1967. Vol. 57.2. P. 534–544.

54. Горюнов Е., Трунин П. Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику // Вопросы экономики. 2013. № 6. С. 29–44.
55. Горюнов Е. Л., Дробышевский С. М., Трунин П. В. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53–85.
56. Божечкова А., Горюнов Е., Синельников-Мурылев С., Трунин П. Ограничения на движение капитала: мировой опыт и уроки для России // Экономическая политика. 2017. № 2. С. 8–43.
57. Основные направления денежно-кредитной политики на 2019 г. и период 2020 и 2021 гг. / Банк России. 2018.
58. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 г. и на плановый период 2020 и 2021 гг. / Минфин России. 2018.
59. Божечкова А., Кнобель А., Лаврищева А., Трунин П. Платежный баланс РФ во втором квартале 2018 г. // Экономическое развитие России. 2018. № 8.
60. Мониторинг экономической ситуации в России. Тенденции и вызовы социально-экономического развития / Под ред. В. С. Гуревича. Институт экономической политики имени Е. Т. Гайдара и РАНХиГС, 2018.
61. Chortareas G. et al. Does It Pay To Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2002. P. 47–60.
62. Dincer N. N., Eichengreen B. Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects? // National Bureau of Economic Research, 2007.
63. Трунин П., Божечкова А., Киюцевская А. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования // Деньги и кредит. 2015. № 4. С. 61–67.
64. Eijffinger S. C. W., Geraats P. M. How Transparent Are Central Banks? // European Journal of Political Economy. 2006. Vol. 22. No. 1. P. 8.

*Научное издание*

Серия «Научные доклады: экономика»

Заказное издание

Павел Вячеславович Трунин  
Александра Викторовна Божечкова  
Евгений Львович Горюнов  
Анна Мироновна Киюцевская  
Елена Владимировна Синельникова-Мурылева

**Выгоды и издержки  
инфляционного таргетирования в России**

Выпускающий редактор *Е.В. Попова*

Корректор *К.Г. Заманская*

Художник *В. П. Коршунов*

Оригинал-макет *О.З. Элоев*

Верстка *Н.А. Кильдишева*

Подписано в печать 21.12.2018. Формат 60×90/16.  
Гарнитура PT Serif. Усл. печ. л. 3,75. Тираж 500 экз. Заказ № 1540

Издательский дом «Дело» РАНХиГС  
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82  
Коммерческий центр: тел. (495) 433-25-10, (495) 433-25-02  
[www.ranepa.ru](http://www.ranepa.ru)  
[delo@ranepa.ru](mailto:delo@ranepa.ru)

Интернет-магазин  
[www.delo.ranepa.ru](http://www.delo.ranepa.ru)

Отпечатано в типографии РАНХиГС  
119571, Москва, пр-т Вернадского, д. 82