



**РАНХиГС**  
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ



# Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России

# Предпосылки и условия перехода к режиму инфляционного таргетирования

- Режим ИТ внедрялся в развитых странах в 1990-х гг. – в начале 2000-х гг., в развивающихся странах преимущественно в преддверии или по прошествии кризиса 2008-2009 гг.;
- Для большинства развивающихся стран переход к ИТ был связан с невозможностью поддержания фиксированного обменного курса;
- В настоящее время де-факто режим инфляционного таргетирования применяется в 36 странах, в т.ч. в 25 развивающихся стран;
- Вызовом для ИТ стран являются курсовые риски, которые привели:
  - А) к повышению гибкости ИТ, допускающего участие монетарных властей в процессе курсообразования, что особенно важно для развивающихся стран, менее развитые финансовые сектора которых усиливают уязвимость страны к внешним шокам;
  - Б) к отказу монетарных властей Чехии в ноябре 2013 г. и Швейцарии в январе 2015 г. от ИТ и переходу к таргетированию обменного курса. В настоящее время это единственные в истории примеры отказа от ИТ.

# Гибкость подходов таргетирования инфляции

В большинстве развивающихся стран применяется гибкое инфляционное таргетирование, что позволяет:

- 1) учитывать при принятии решений об уровне процентной ставки и иные по цели, в т.ч. по разрыву выпуска
- 2) сохранить свое участие в процессе курсообразования, проводя:
  - А) валютные интервенции, но важно, что при этом отсутствует цель по уровню/динамике обменного курса.
  - Б) операции РЕПО в иностранной валюте (Бразилия, Филиппины).
  - В) заключение сделок «валютный своп» (Южная Корея, Венгрия, Бразилия, Чили, Польша).

В ряде таргетирующих инфляцию стран, в т.ч. придерживающихся свободно плавающего обменного курса, функционируют «резервные» фонды, абсорбирующие часть бюджетных доходов

# Анализ последствий перехода к режиму инфляционного таргетирования

- Переход к ИТ приводит к снижению инфляции, волатильности инфляции и временному повышению волатильности валютного курса как в развитых, так и в развивающихся странах (Batini et al., 2006; Goncalves, Salles, 2008)
- Выводы о влиянии перехода к режиму ИТ на выпуск и его волатильность противоречивы и существенным образом зависят от выбора контрольной группы стран и исследуемого временного интервала (Brito, Bystedt, 2010; Mollik et al., 2008; Ayres et al., 2014; Зубарев, Трунин, 2015; Картаев, 2018)
  - снижение выпуска в краткосрочной перспективе
  - возможно позитивное воздействие на долгосрочные темпы роста
- Страны, таргетирующие инфляцию, характеризуются относительно быстрыми темпами посткризисного восстановления (в период кризиса страны, таргетирующие инфляцию, столкнулись с менее существенными колебаниями валютного курса и инфляции), они оказались более устойчивы к кризисным проявлениям (Carvalho, Filho, 2010; Roger, 2010)

# Переход к таргетированию инфляции в России

Официально ЦБ перешел к ИТ в конце 2014г.

- Объявлена цель в 4% с достижением к концу 2017 г. (в 2014 г. инфляция составила 11,4%)
- До этого цели по инфляции также ставились, но на практике не достигались
- В 2014 г. ЦБ повысил ключевую ставку с 5,5% в марте до 9,5% в ноябре и до 17% в декабре

Перед сменой режима ДКП Банк России реализовал ряд подготовительных мер

- Валютный коридор был расширен и впоследствии упразднен
- Процентный коридор был сужен. Процентная ставка (ключевая) стала основным инструментом управления ликвидностью
- Выросла роль недельного РЕПО

Переход к ИТ происходил в стрессовых условиях

- Цена на нефть сократилась с \$110 до \$50 за баррель
- Были введены санкции в отношении российских компаний и ограничен доступ на мировой рынок капитала
- Повышая ставку ЦБ пытался также предотвратить дальнейшую девальвацию курса

# Макроэкономические условия при переходе к ИТ

Переход к ИТ сопровождался рецессией, ростом инфляции и двукратной девальвацией

- Темп роста ВВП в 2013 г. составил 1,8%, в 2014 г. 0,7%, в 2015 спад - 2,5%, в 2016 г. рост 0,3%
- Инфляция в 2014 г. составила 11,4%, в 2015 г. – 12,9% и 2016 г. – 5,4%, 2017 г. – 2,5%, 2018 г. – 4,3%.
- Курс доллара США и евро к рублю вырос более чем вдвое

Нельзя считать причиной рецессии исключительно политику ЦБ РФ

- Внешние негативные шоки были очень сильными и они являются основной причиной спада
- При этом удалось предотвратить сползание в стагфляцию и девальвационную спираль

Инфляция сокращалась в 2016-2017 г. Цель в 4% была достигнута во второй половине 2017 г.

- Восстановление роста началось в 2016 г. при относительно высоких ставках
- Темпы роста ИПЦ последовательно снижались и вслед за ними опускалась ключевая ставка

# Издержки и выгоды дезинфляции в России

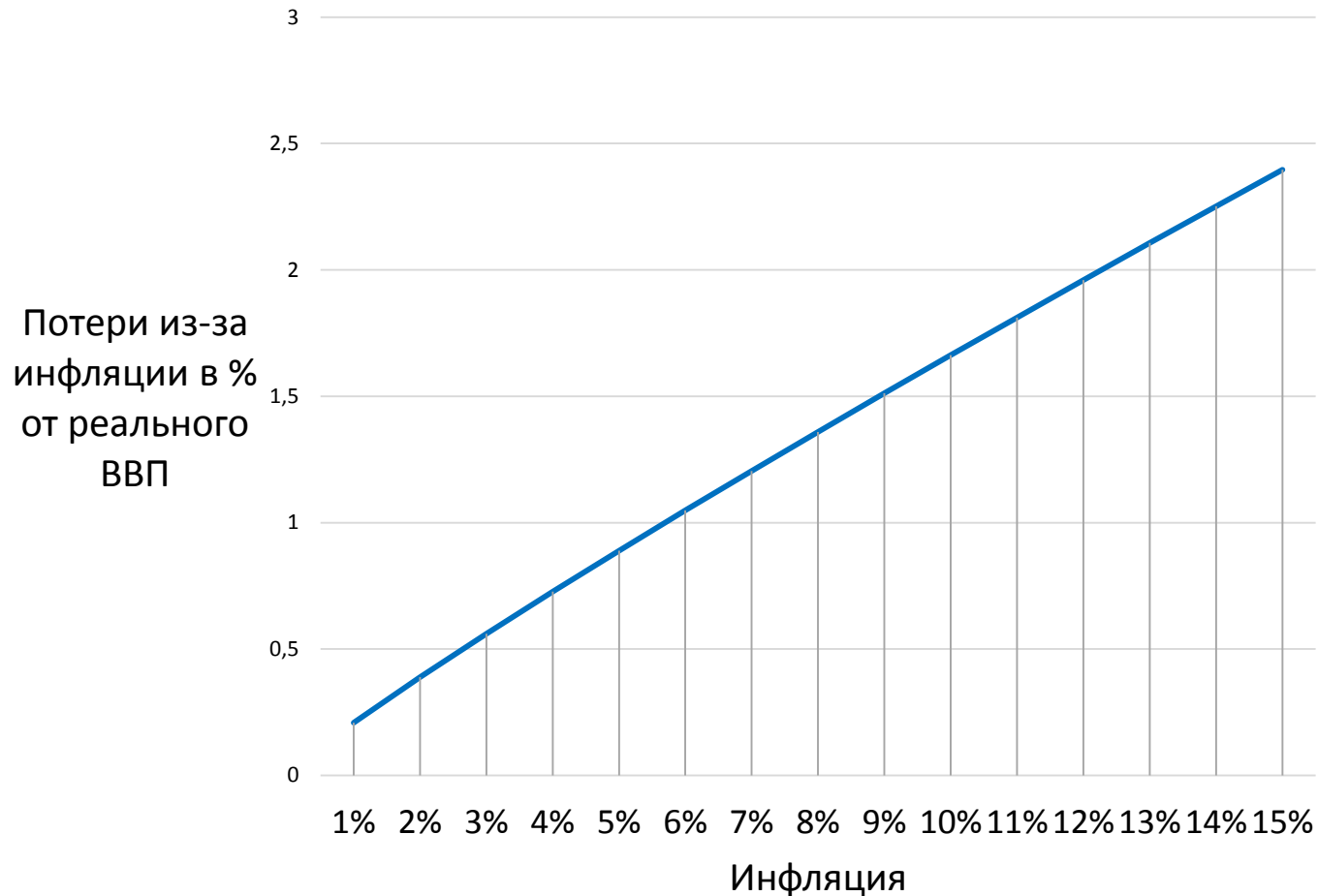
Обычно дезинфляционная политика приводит к рецессии в краткосрочной перспективе

- ЦБ повышает ставки, что влечет спад ВВП
- Основной урон несут отрасли инвестиционного назначения, малый и средний бизнес, экспортеры
- В России в инвестиционно ориентированном секторе (строительство, автопром) наблюдался спад и ухудшение финансовых показателей. Также зафиксирован спад в торговле
- Для МСБ показатели противоречивые (снижение числа занятых при сокращении просроченной задолженности и неизменности премии за риск кредитования МСБ)
- Экспортирующие отрасли пережили дезинфляцию без ухудшения динамики

Позитивные эффекты от ИТ проявляются в долгосрочной перспективе

- За снижением инфляционных ожиданий следует снижение ставок кредитования
- Ценовая стабильность способствует удлинению горизонта планирования экономических агентов
- Ставки по ипотечным кредитам снижались последние годы, а сроки кредитования – увеличивались

# Модельная оценка связи потерь общественного благосостояния и инфляции (подход частичного равновесия)



- Подход частичного равновесия учитывает не все отрицательные и положительные последствия инфляции, однако сравнительно прост для применения (в отличие от DSGE моделирования), а потому позволяет избежать ошибок, связанных с неверной спецификацией модели.
- При прочих равных условиях снижение инфляции:
  - с 15% до целевого уровня в 4% приводит к уменьшению потерь на 1,7% от реального ВВП;
  - с 9% до таргета позволяет снизить потери из-за инфляции на 0,8% от реального ВВП;
  - с 6% до 4% уменьшает потери благосостояния на 0,3% от реального ВВП.
- Целевое значение в размере 4% сохраняет денежно-кредитную политику гибкой к смягчению в будущем, выступает фактором снижения вероятности дефляции по отдельным группам товаров.



# Оценка связи «фактических» потерь общественного благосостояния и инфляции – по годам за 2000-2017 гг.



Предполагается, что инфляция является единственным источником потерь благосостояния потребителей.

# Перспективы инфляционного таргетирования в России

В настоящее время Банк России условия для перехода от жесткой политике к нейтральной не сформировались

- При цели в 4% нейтральный уровень номинальной ключевой ставки составляет 6-7%
- Инфляция несколько выше цели, ожидания достаточно высоки

Приоритетная задача – закрепление ожиданий, приобретение репутации ответственного регулятора

- Стабилизация инфляционных ожиданий на уровне 4% приведет к снижению всего спектра ставок
- Совершенствование коммуникации с рынком

Говорить об успешности ИТ в России можно после прохождения фазы экономического и политического циклов

- Если ЦБ сможет сохранить приверженность заявленному курсу после смены руководителя, то это укрепит его репутацию и закрепит инфляционные ожидания
- Также ЦБ должен пройти цикл рост-спад и удерживать инфляцию под контролем
- После этого ЦБ РФ окончательно оформится как независимый таргетирующий инфляцию регулятор

Спасибо за внимание!