



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

# Таргетирование инфляции: теория и российский опыт

Олег Замулин, НИУ ВШЭ

# Принципы ТИ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Таргетирование инфляции (ТИ) – самый популярный сейчас способ проведения денежной политики
  - Хотя сложно дать ему точное определение
  - Это не жесткое правило политики, а, скорее, набор принципов
- Центральный банк объявляет некую долгосрочную цель по инфляции
  - В России это 4%
  - И подчиняет все свои остальные действия этой цели
- При крайней необходимости может отклоняться от этой цели
  - Но с обязательным возвращением к ней
- Важно: повышенная прозрачность и подотчетность денежной политики

# Почему инфляция?



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Теория и опыт показали, что ЦБ не может эффективно влиять на другие переменные
- Долгосрочный рост экономики определяется совсем другими вещами
  - Технический прогресс и рост производительности
  - Благоприятная институциональная среда
  - Накопление физического и человеческого капитала
- Все эти вещи мало связаны с количеством денег в экономике и процентными ставками
  - А если и связаны, то причинно-следственная связь обратная

# Вред от инфляции



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Обывательский аргумент: она съедает доходы
  - Но это не всегда так: как правило, доходы растут вместе с ценами
  - Например, реальные зарплаты в России сильно выросли за 2000-е годы при высокой инфляции
- Аргументы экономистов
  - Элементарное неудобство (издержки меню и стоптанных башмаков)
  - Более важно: изменчивость *относительных* цен при высокой инфляции
    - Усложняет принятие инвестиционных решений
  - Более важно: высокая инфляция это непредсказуемая инфляция
    - Добавляет большую премию за риск к процентным ставкам

# Стабилизация выпуска



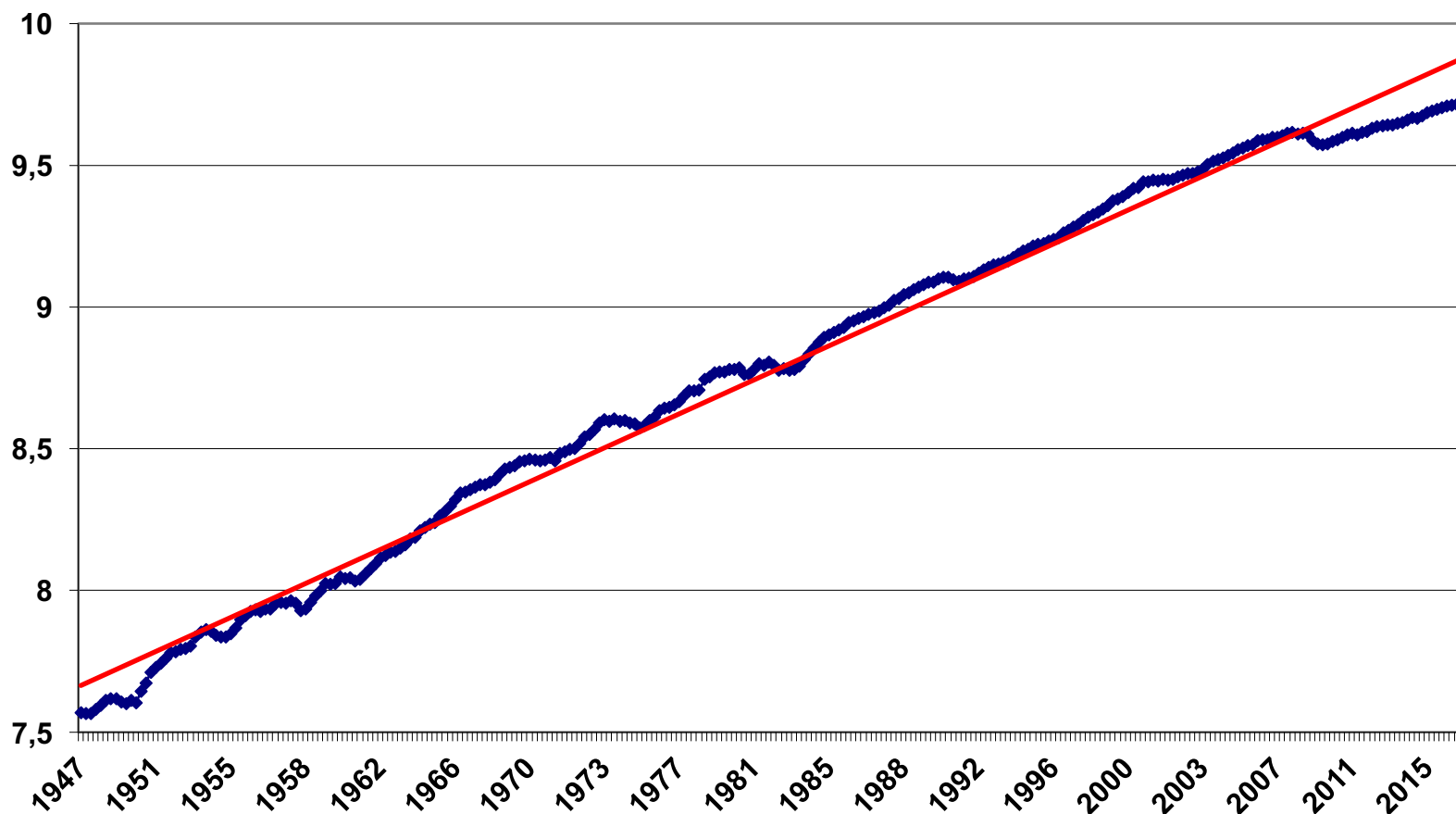
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Но это не значит, что ЦБ, таргетирующий инфляцию, игнорирует другие переменные
- Его вторая важная цель: стабилизация выпуска вокруг долгосрочного тренда
  - Что также равносильно стабилизации безработицы, возникающей во время рецессий
  - Это называется сглаживанием экономического цикла
- Как мы увидим, эти две цели в большинстве случаев не противоречат друг другу
  - Но иногда приходится выбирать
  - Важно: это выбор только в краткосрочной перспективе

# ВВП США (квартальный, со снятой сезонностью, в логарифмах)



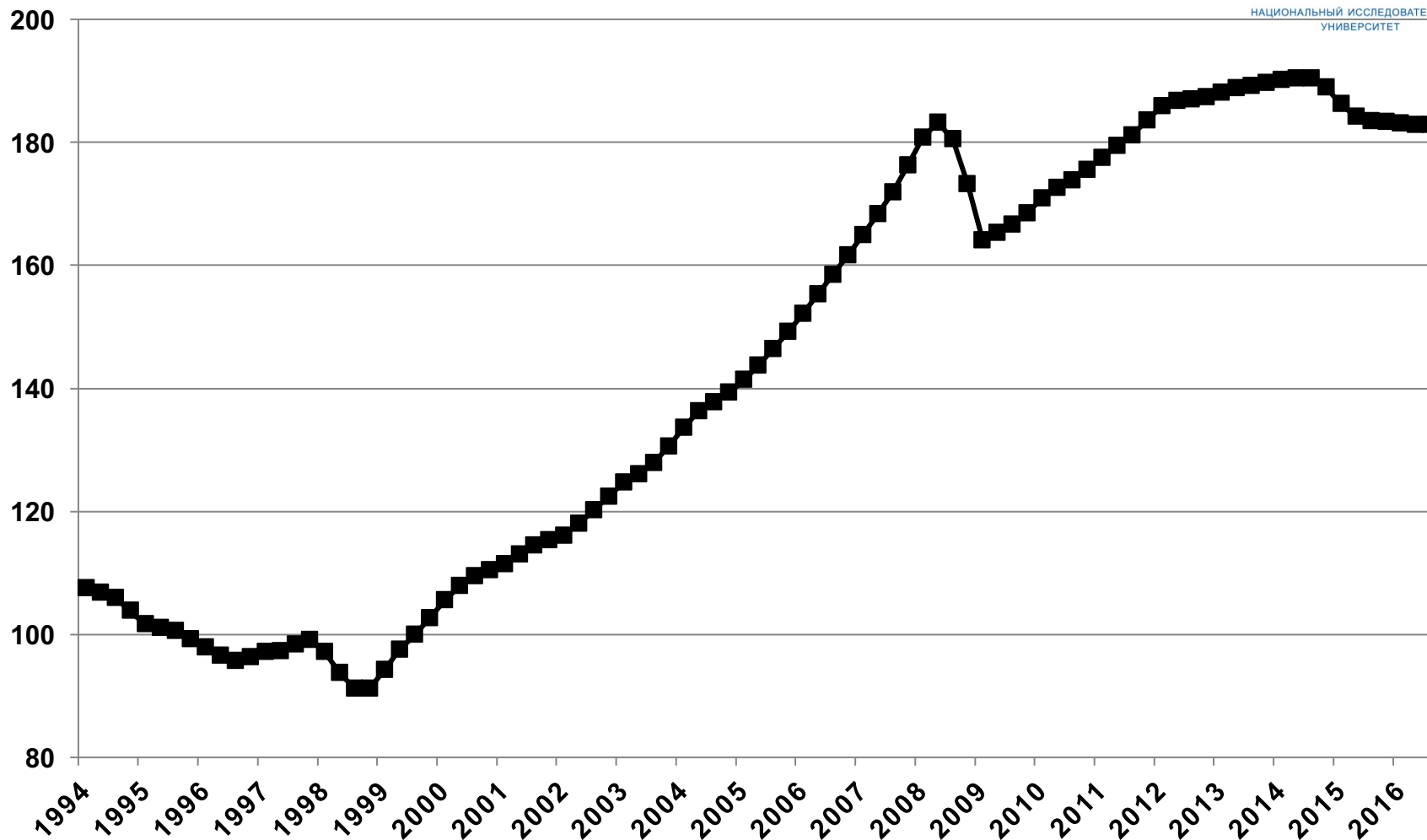
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ



# ВВП России (квартальный, со снятой сезонностью)



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ



# Инструменты денежной политики



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- В современном мире Центральный банк одалживает краткосрочную ликвидность коммерческим банкам под некий процент
- Далее, коммерческие банки могут давать эти деньги в кредит экономическим игрокам
  - Их процентная ставка зависит от ставки ЦБ и ожиданий будущей инфляции
- Таким образом, регулируя свою ставку, ЦБ влияет на совокупный спрос в экономике
  - Понижая свою ставку, он одалживает деньги, которые далее могут быть взяты в кредит фирмами или домохозяйствами





НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

# Падение спроса

- Предположим, по какой-то причине в экономике упал совокупный спрос
  - Экономика уходит в рецессию, фирмы останавливают производство, увеличивается безработица, инфляция замедляется
- ЦБ в ответ понижает ставку, дает возможность фирмам и людям взять дешевые кредиты
  - Спрос восстанавливается
  - Экономика возвращается к тренду
  - Инфляция восстанавливается до целевой
- В этом случае стабилизация выпуска и инфляции – одна и та же задача

# Излишнее стимулирование



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- А что, если понизить ставки, когда экономика на тренде?
- Мы понимаем, что экономика надолго выше тренда не поднимется
  - Нет дополнительных ресурсов
  - Значит, стимулирование спроса приведет только к росту цен
- Инфляционные ожидания увеличат долгосрочные процентные ставки
  - Именно от них зависят инвестиции
- Эффект если будет, то обратный: экономика может уйти в рецессию
- Вывод: ЦБ должен стабилизировать инфляционные ожидания

# Инфляционные ожидания



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- А если они возникли?
  - Цены растут, а спрос – нет
  - Экономика уходит в рецессию
- ЦБ может понизить ставки и бороться с рецессией
  - Но тогда инфляция вырастет еще сильнее
- ЦБ может повысить ставки и бороться с инфляцией
  - Но тогда экономика уйдет еще глубже в рецессию
- Значит, в этой ситуации приходится выбирать
  - А еще лучше, не попадать в такую ситуацию
- Большинство современных ЦБ поднимут ставки
  - Краткосрочный эффект болезненный
  - Долгосрочный: победа над инфляционными ожиданиями, более гладкий рост экономики

# Выводы



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Ведя последовательную антиинфляционную политику, ЦБ в первую очередь стабилизирует инфляционные ожидания
- Это само по себе стабилизирует экономику
  - Нет лишнего источника колебаний
- Помогает бороться с рецессиями
  - Понижение процентной ставки не порождает инфляционных ожиданий
- Стимулирует инвестиции, необходимые для долгосрочного роста

# ТИ в России



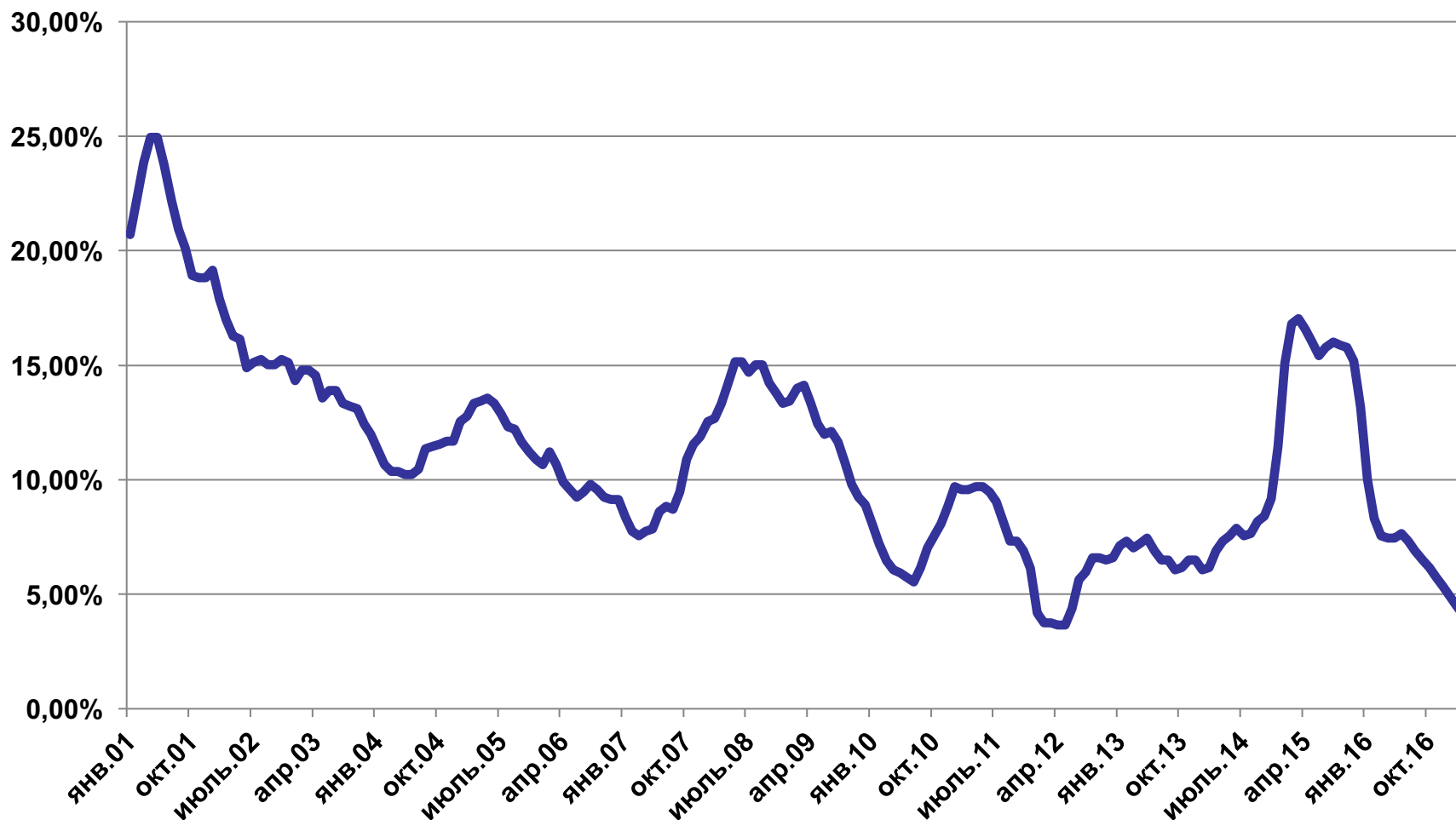
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Банк России переходил к ТИ постепенно
  - Окончательным годом перехода можно назвать 2014-й
  - До этого больше внимания уделялось обменному курсу рубля
  - Не было единого инструмента денежной политики в виде процентной ставки
- В 2014-го было введено понятие «ключевая ставка»
  - Фактически, это процентная ставка, по которой Банк России одалживает ликвидность на короткий срок (до 6 дней)
  - Она стала основным инструментом денежной политики
- Но в конце того же года инфляция резко выросла
  - Резкое обесценение рубля
  - Антисанкции

# Инфляция в России



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

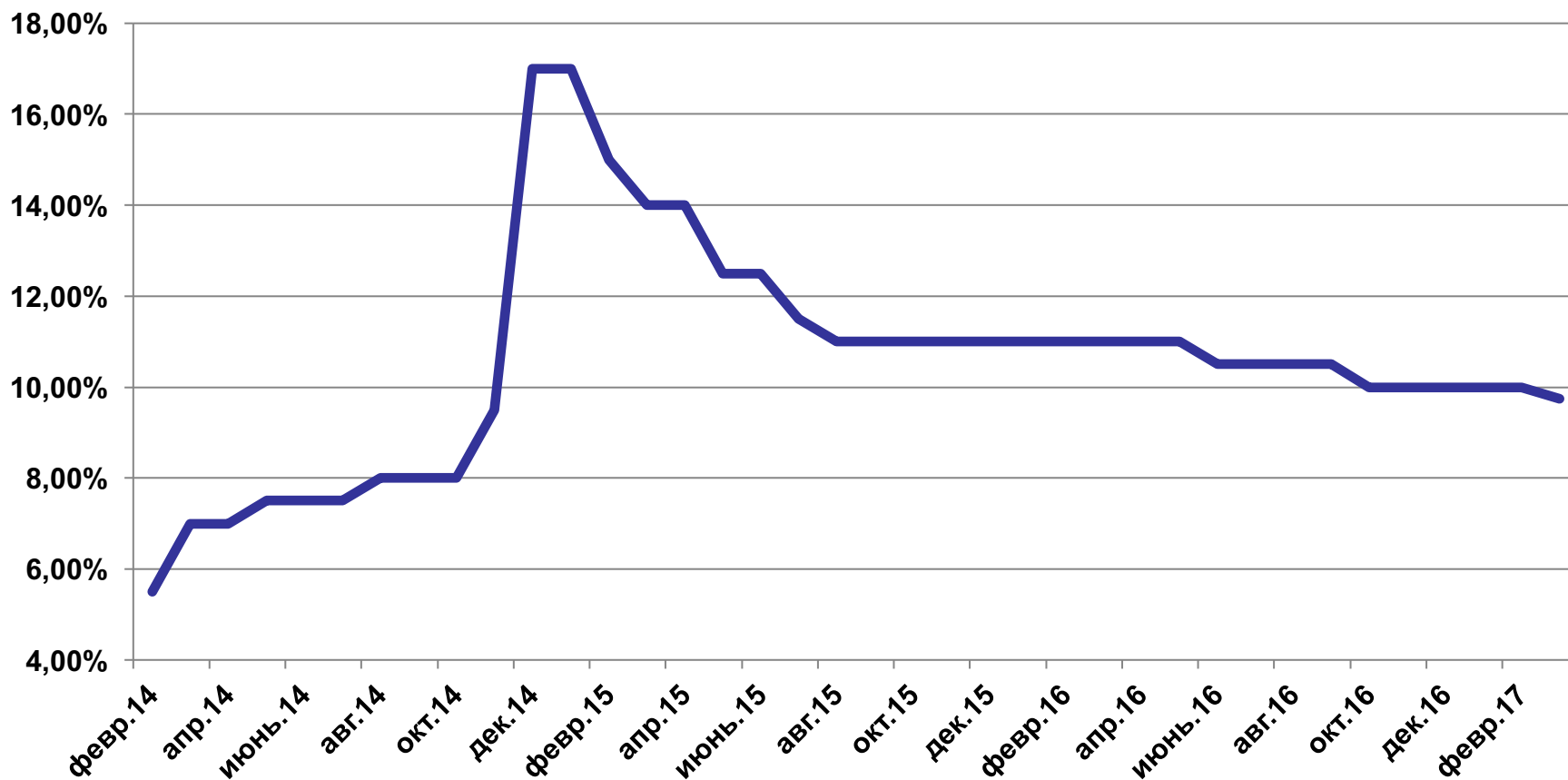


12-месячная инфляция, ИПЦ, Источник: Росстат

# Ключевая ставка ЦБРФ



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ



# Декабрь 14-го



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Ночью с 15 на 16-е декабря на внеплановом заседании Совет директоров ЦБРФ повысил ключевую ставку с 10,5% до 17%
  - Направив на себя волну критики
  - Зачем он это сделал?
- Официальное объяснение:
  - «Данное решение обусловлено необходимостью ограничить существенно возросшие в последнее время девальвационные и инфляционные риски»
- Действительно,
  - 12-месячная инфляция достигла 17% к марту
  - Курс доллара резко вырос 15-го декабря
  - Сомнительная история с облигациями «Роснефти» 12 декабря
- Банку России необходимо было зарабатывать репутацию
  - Без нее контролировать инфляционные ожидания невозможно



# Текущее положение



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- После всплеска инфляции в 2015-м она быстро пошла на спад
  - Достигнув целевых 4% в марте 2017-го
- ЦБРФ сообразно понижал процентную ставку
  - Сейчас она 9,75%
- Большое давление на ЦБ снижать ставку быстрее
  - Ведь реальная ставка получается  $9,75\% - 4\% = 5,75\%$
  - Это очень много, подавляет инвестиции
  - А ведь инфляция продолжает быстро снижаться, где дно?
- Однако ЦБ пока не спешит
  - Боится, что инфляционные ожидания остаются высокими
  - Важно их укоренить («заякорить», anchor)

# ТИ и обменный курс



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- перейдя к ТИ, Банк России полностью отпустил обменный курс в свободное плавание
  - Почему нельзя совмещать ТИ и контролирование курса?
- Если ЦБ фиксирует (или просто влияет на) курс, он обязуется продавать и покупать любое количество валюты по этому курсу
  - Выпуская или изымая рубли из оборота
- Но это может противоречить ТИ
  - Ведь в рамках этой политики ЦБ одалживает деньги через другой канал и конкретной целью контроля инфляции
- Однако обменный курс сам может влиять на инфляцию
  - Он защит в цены импорта
  - Поэтому сглаживание спекулятивных колебаний обменного курса может быть вполне логичным

# Выводы



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ

- Банк России только учится проводить политику таргетирования инфляции
- Цель в 4% впервые была достигнута в марте 2017-го
- Ее необходимо закрепить на этом уровне
  - И еще важнее – стабилизировать на этом же уровне инфляционные ожидания
  - ЦБ нужно заработать репутацию
- Именно поэтому ЦБ пока крайне осторожно понижает ставку
  - В коротком периоде это может навредить экономике
  - Но в долгом периоде позволит экономике иметь низкие процентные ставки, необходимы для инвестиций и роста