

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-1-49-65
 УДК 330.101.541,338.22,338.242,339.74,339.972(045)
 JEL E31, E52, E 58, O57

Оптимальная инфляция и инфляционное таргетирование: страновой опыт

Е.В. Синельникова-Мурылева^а, А.М. Гребенкина^б

^{а, б} Институт прикладных экономических исследований РАНХиГС, Москва, Россия;

^б МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0001-7494-2728>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-7264-5399>

АННОТАЦИЯ

В работе анализируется связь понятий оптимального, порогового и целевого уровня инфляции в рамках политики инфляционного таргетирования на примере отдельных стран. Цель статьи – выявление особенностей достижения цели по инфляции странами с разным уровнем развития экономики. В рамках дескриптивного анализа применен метод странового сопоставления по параметрам оцененных пороговых уровней инфляции, фактических целей и допустимых диапазонов таргетирования, устойчивости целей и диапазонов во времени. В рамках подхода кейс-стади исследованы специфические для отдельных стран факторы изменения цели по инфляции и порогового уровня инфляции. Обоснована связь понятий оптимального, порогового и целевого уровня инфляции. Представлен опыт достижения цели по инфляции в 17 странах в 2009–2018 гг. Проведено сопоставление фактически таргетируемых и оцененных пороговых уровней инфляции. Выявлены особенности достижения цели по инфляции в странах в зависимости от степени открытости и уровня экономического развития. Сделан вывод, что пороговый уровень инфляции выступает верхней границей фактически устанавливаемого странами целевого уровня инфляции или его диапазона. Несмотря на тенденцию к снижению оценок порогового уровня, тенденция к снижению целевого уровня инфляции не выражена. Открытость экономики и чувствительность к изменению внешних условий выступает фактором прецедентности процентной политики, характерной для стран с формирующимся рынком. В результате страны сталкиваются с выбором политики более гибкого, аккомодационного инфляционного таргетирования либо политики «опережающих индикаторов». Она ориентирована в первую очередь на управление инфляционными ожиданиями. Несмотря на неопределенность внешних условий, политика инфляционного таргетирования в России сохраняет потенциал «заякоривания» инфляционных ожиданий на выбранном целевом уровне.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; оптимальная инфляция; пороговая инфляция; инфляционное таргетирование; сравнительный анализ стран

Для цитирования: Синельникова-Мурылева Е.В., Гребенкина А.М. Оптимальная инфляция и инфляционное таргетирование: страновой опыт. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(1):49–65. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-1-49-65

ORIGINAL PAPER

Optimal Inflation and Inflation Targeting: International Experience

E.V. Sinelnikova-Muryleva^а, A.M. Grebenkina^б

^{а, б} Institute of Applied Economic Research, RANEPA, Moscow, Russia; ^б Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

^а <https://orcid.org/0000-0001-7494-2728>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-7264-5399>

ABSTRACT

The relationship between optimal, threshold and target inflation regarding the inflation targeting policy has been analyzed on the example of some countries. The objective of the article is to identify the features of achieving the inflation target by countries with different levels of economic development. As part of the descriptive analysis, the country comparison method has been applied according to the parameters of estimated inflation thresholds, actual targets and permissible targeting ranges, sustainability of targets and time periods. In terms of the case study approach, country-specific factors for changing the inflation target and the threshold inflation rate have been studied. The relationship between optimal, threshold and target inflation has been substantiated. The experience of achieving the inflation target in 17 countries in 2009–2018 has been presented. The actually targeted and estimated threshold levels of inflation have

been compared. The article reveals the features of achieving the inflation target by countries with different levels of disclosure and economic development. It has been concluded that the inflation threshold level is the upper limit of the actually established target inflation rate or its range. Despite the downward trend in estimates of the threshold level, the downward trend in target inflation has not been pronounced. Open economy and sensitivity to changes in external conditions is a precedence factor of interest rate policy specific to emerging market countries. As a result, the countries have to choose more flexible policy, accommodative inflation targeting, or the policy of "leading indicators". It is focused primarily on managing inflation expectations. Despite the ambiguity of the external environment, the inflation targeting policy in Russia retains the potential for anchoring inflation expectations at a chosen target level.

Keywords: monetary policy; optimal inflation; threshold inflation; inflation targeting; countries comparative analysis

For citation: Sinelnikova-Muryleva E.V., Grebenkina A.M. Optimal inflation and inflation targeting: International experience. *Finansy: teoriya i praktika* = Finance: Theory and Practice. 2019;23(1):49-65. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-1-49-65

ВВЕДЕНИЕ

Инфляция является одним из важнейших параметров инвестиционного и потребительского спроса и выступает значимым фактором экономического развития. Показатель инфляции учитывается в мандате центральных банков независимо от режима проводимой денежно-кредитной политики, поскольку является критерием ценовой и макроэкономической стабильности. Странами, формирующими цель по инфляции, этот показатель закладывается в основу процентной политики в качестве номинального якоря, оказывающего влияние на инфляционные ожидания.

В настоящее время доминирующим является предположение о позитивном воздействии некоторого положительного уровня инфляции на параметры экономического роста. Это обеспечивает: снижение жесткости цен [1], гибкость денежно-кредитной политики (ДКП) к смягчению [2], снижение риска и глубины дефляции в отдельных отраслях и экономике в целом [3]. Однако дискуссионным остается вопрос о допустимом уровне или диапазоне инфляции и существовании значения, превышение которого приводит к резко негативным последствиям.

Выявление допустимого для экономики уровня инфляции является необходимым условием обеспечения последовательности денежно-кредитной политики, эффективного «заякоривания» инфляционных ожиданий на продолжительный период. Также это выступает одним из фундаментальных оснований процентной политики. Поэтому исследованию проблемы оптимального уровня инфляции посвящается множество как теоретических, так и эмпирических работ.

Среди встречающихся подходов к определению оптимального уровня инфляции могут быть выделены следующие (табл. 1).

Понятия оптимального (optimal) и целевого (target) уровня инфляции тесно связаны. Они часто могут отождествляться. Понятие целевого уровня инфляции обычно используется в практике центральных банков, проводящих денежно-кредитную

политику в рамках режима инфляционного таргетирования (ИТ). Понятие оптимального уровня инфляции используется при теоретическом моделировании этого феномена [1–4]. Вместе с тем эмпирические исследования чаще ориентированы на выявление порогового (threshold) уровня инфляции — некоторой точки перегиба, в которой нелинейная связь показателей инфляции и выпуска меняет знак на противоположный [5]. Порог уровня инфляции предполагает, что до достижения определенного значения она не оказывает влияния на уровень выпуска либо может оказывать некоторое положительное влияние, а начиная с порогового уровня, оказывает отрицательное воздействие на выпуск. Выявляемый в прикладных исследованиях пороговый уровень инфляции часто расценивается как значение, приближение к которому снизу является оптимальным для страны [6].

Гипотеза о существовании оптимального уровня инфляции, который может быть аппроксимирован некоторым пороговым значением, исходит из разнонаправленности эффектов инфляции: существования как выгод, так и издержек отрицательной, нулевой и положительной инфляции, представленных в табл. 2. Именно эта особенность инфляции делает задачу выявления оптимального уровня инфляции нетривиальной.

ОБЗОР ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ ПОРОГОВОГО УРОВНЯ ИНФЛЯЦИИ

Обзор ряда исследований порогового уровня инфляции, проведенных в период 1991–2018 гг., представлен в табл. 3. Масштабные исследования инфляции в странах конца XX в. опирались на статистическую базу 1960–1990 гг. — периода сравнительно высоких уровней инфляции. Накопленный к этому времени эмпирический материал указывал на то, что инфляция в размере 15–30% может расцениваться как умеренная для таких экономик, как Греция, Исландия, ЮАР, Израиль, Чили и других [11]. Однако в целом ряде исследований этого периода был выявлен по-

Таблица 1 / Table 1

Определения оптимального уровня инфляции / Optimal inflation definition

Источник / Source	Определение оптимального уровня инфляции / Optimal inflation definition
Банк России, 2017*	<p>В соответствии с правилом монетарной политики Банка России, являющимся модификацией правила Тейлора, целевой уровень инфляции определяется как решение задачи оптимизации уровня операционного ориентира rs_t процентной политики:</p> $rs_t = \gamma_1 \cdot rs_{t-1} + (1 - \gamma_1) \cdot (rs_t^{neutral} + \gamma_2 \cdot (\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^{TAR}) + \gamma_3 \cdot y_t^{gap}) + \varepsilon_t,$ <p>где rs_t – номинальная ставка денежно-кредитной политики (операционный ориентир);</p> <p>$rs_t^{neutral}$ – нейтральная реальная ставка процента; $(\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^{TAR})$ – ожидаемое отклонение инфляции от целевого уровня; y_t^{gap} – разрыв выпуска; ε_t – случайная ошибка</p>
С. Моисеев, 2008 [7]	<p>Уровень инфляции, при котором нетто-выгоды инфляции (выгоды за вычетом издержек) максимальны. Согласно этому определению оптимальный уровень инфляции достигается в точке перегиба кривой нетто-выгод инфляции, которая образуется посредством вычитания кривой издержек инфляции из кривой выгод. Наличие точки перегиба графически обосновывается особенностями кривой выгод и кривой издержек инфляции</p>
J. Taylor, 1999 [8]	<p>Согласно правилу Тейлора оптимальный уровень инфляции – это решение оптимизационной задачи центрального банка, при котором достигается минимум межвременного разрыва выпуска и отклонения инфляции от целевого значения. Другими словами, это решение оптимизационной задачи для функции общего вида:</p> $E_t \sum_{s=0}^{\infty} \beta^s [(\pi_{t+s} - \pi^*)^2 + \alpha(Q_t - Q^*)^2] \rightarrow \min,$ <p>где $(\pi_{t+s} - \pi^*)$ – отклонение уровня инфляции π в момент времени t от оптимального π^*,</p> <p>$(Q_t - Q^*)$ – отклонение уровня выпуска Q в момент времени t от потенциального выпуска Q^*, α – вес цели по выпуску относительно цели по инфляции. В качестве ограничения в такой задаче обычно используется кривая Филлипса</p>
E. Phelps, 1973 [9]	<p>Уровень инфляции, при котором достигается оптимальная величина инфляционного налога, который еще не приводит к искажающему воздействию на экономику</p>
M. Bailey, 1956 [10]	<p>Уровень инфляции, не оказывающий искажающего воздействия на спрос экономических агентов на деньги. В соответствии с данным подходом оптимален нулевой уровень инфляции</p>

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

* Банк России. Концепция макропруденциального стресс-тестирования. Доклад для общественных консультаций. 2017;(171019). URL: https://www.cbr.ru/analytics/ppc/Consultation_Paper_171019.pdf (дата обращения: 07.05.2018).

рог инфляции (40% в работе [12], 15% в работе [13]), 8% в работе [14]), превышение которого приводит к значительному негативному влиянию инфляции на выпуск. Один из ключевых выводов исследований этого периода заключался в том, что последствия высокой инфляции недооцениваются монетарными властями, и снижение выпуска может быть резким и значительным при достижении некоторого уровня инфляции. Также в этих работах было отмечено, что анализ на панельных данных на масштабных выбор-

ках позволяет сделать вывод о негативных последствиях высокой инфляции, но не является достаточно информативным при исследовании влияния более умеренной инфляции.

Начиная с работы [14], исследование порогового уровня инфляции часто проводится с использованием метода пороговых регрессий. Данный подход предполагает оценку регрессии вида:

$$y_i = \beta_1 \cdot z_i \cdot I(x_i < \gamma) + \beta_2 \cdot z_i \cdot I(x_i \geq \gamma) + \alpha \cdot c_i + \varepsilon_i,$$

Таблица 2 / Table 2

Выгоды и издержки отрицательной, нулевой, низкой, умеренной и высокой положительной инфляции / Benefits and expenses of negative, zero, low, moderate and high positive inflation

Уровень инфляции / Inflation level	Выгоды / Benefits	Издержки / Expenses
Отрицательная инфляция (дефляция)	Возможность установления нулевой, т.е. однозначно интерпретируемой агентами номинальной ставки процента в соответствии с правилом Фридмана; будущее удорожание активов; повышение покупательной способности национальной валюты; стимулирование «неорганизованных» сбережений вне банковской системы	Рост реальной стоимости факторов производства (в первую очередь заработных плат); дестимулирование долгосрочных инвестиций и текущего потребления; снижение ценовой конкурентоспособности национальной валюты вследствие ее укрепления; будущее удорожание обязательств
Нулевая и низкая (близкая к нулю) инфляция	Отсутствие искажения спроса на деньги в соответствии с подходом М. Бейли; отсутствие издержек «стоптанных башмаков» у домохозяйств и «издержек меню» у фирм; долгосрочная стабильность и предсказуемость цен; доверие к центральному банку, возможность финансового планирования; отсутствие потерь благосостояния, возникающих при положительной инфляции (отсутствие инфляционного налога на остатки денежных средств)	Малый потенциал стимулирующей ДКП, необходимость задействования инструментов нестандартной ДКП; поддержание номинальной жесткости цен в экономике; высокий риск дефляции
Умеренная инфляция	Возможность гибкой стимулирующей ДКП, быстро реагирующей на шоки; снижение риска проблемы достижения нулевых номинальных ставок в будущем; снижение номинальной жесткости цен в экономике, в том числе повышение гибкости реальных зарплат	Отсутствие ценовой стабильности в буквальном понимании; издержки политики дезинфляции при переходе от высокой к умеренной положительной инфляции
Высокая инфляция	Значительное будущее обесценение обязательств и упрощение их исполнения (в том числе государственных); стимулирование текущего потребления; значительный рост ценовой конкурентоспособности национальной валюты вследствие ее обесценения	Значительное будущее обесценение активов; значительное сокращение реальных доходов населения и падение благосостояния; невозможность проведения ДКП, опирающейся на доверие к монетарным властям; дестимулирование сбережений и долгосрочных инвестиций; значительное снижение покупательной способности национальной валюты

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

где y — объясняемая переменная (например, выпуск); z — вектор объясняющих переменных; x — пороговая переменная (например, инфляция); β_1 и β_2 — векторы коэффициентов при объясняющих переменных; γ — пороговый уровень для описания соответствующего режима пороговой переменной x ; I — индикаторная функция, равная единице, если неравенство выполняется, и равная нулю в противном случае; c — вектор контрольных переменных, эффект воздействия которых не зависит от текущего режима порого-

вой переменной. При этом пороговый уровень γ является параметром, который включается в регрессию методом перебора с определенным шагом (например, 0,5 п.п.). Значение γ в модели с наилучшими характеристиками расценивается как пороговое.

Многие оценки порогового уровня инфляции начиная с 2000-х гг. были получены с использованием метода пороговых регрессий. Исследования подтверждали оптимальность умеренного положительного уровня инфляции (более низкого для развитых стран

Таблица 3 / Table 3

Различие в оценке порогового уровня инфляции в годовом выражении для стран и групп стран в период 1991–2018 гг. / Difference in estimation of threshold inflation level in countries and groups of countries in 1991–2018

Источник / Source	Оценка пороговой инфляции / Estimation of threshold inflation	Примечание / Comments
P. Andrade et al., 2018 [4]	1,5–2,2% и 2–2,4%	Оценка для США (1,5–2,2%) и стран зоны евро (2–2,4%), анализ оптимального уровня инфляции в рамках новокейнсианской DSGE модели*
J. Ndou et al., 2017 [16]	4 и 6,5%	Оценка для ЮАР (1966–2012 гг.), анализ пороговой регрессии на временных рядах (4%) и анализ с использованием LSTR модели** (6,5%)
S. Nazir et al., 2017 [17]	5,5–9%	Оценка для Пакистана (1972–2016 гг.), анализ пороговой регрессии с помощью МНК и FM-OLS ***
C. Aydin, 2017 [18]	12,9%	Оценка для стран Исламской восьмерки (D-8). Выборка из 8 стран (1971–2014 гг.), анализ пороговой регрессии
J. Behera et al., 2017 [19]	4%	Оценка для Индии (1990–2013 гг.), анализ пороговой регрессии на временных данных
Банк Канады, 2016****	2%	Оценка целевого уровня инфляции для Канады, подход кейс-стади
Е. Перевышина, 2016 [6]	6%	Оценка для стран с формирующимся рынком. Выборка из 82 стран (1965–2014 гг.), анализ пороговой регрессии со случайными эффектами
Ф. Картаев и др., 2015 [20]	9%	Оценка для выборки из 172 стран (1980–2012 гг.), анализ пороговой регрессии с фиксированными страновыми эффектами
L. Ball, 2014 [2]	Более 4%	Оценка для развитых стран, подход кейс-стади (Япония, США)
T. Vinayagathan, 2013 [21]	5,4%	Оценка для азиатских стран. Выборка из 32 азиатских стран (1980–2009 гг.), анализ пороговой регрессии
R. Espinoza et al., 2010 [22]	7–13%	Оценка для стран с формирующимся рынком. Выборка из 165 стран (1960–2007 гг.), анализ с использованием LSTR модели
P. Baranowski, 2008 [15]	3,5–4%	Оценка для развитых стран. Выборка из 15 стран Европейского союза (1972–2005 гг.), регрессионный анализ
R. Burdekin et al., 2004 [23]	3, 8, 50% (второй порог)	3, 8 и 50% — оценки соответственно для развитых стран, стран с формирующимся рынком и оценка второго порога, превышение которого приводит к драматичному снижению выпуска. Выборка из 21 развитой страны (1965–1992 гг.) и 51 страны с формирующимся рынком (1967–1992 гг.), анализ пороговой регрессии
O. Blanchard, 2003 [24]	Более 10%	Оценка для стран с формирующимся рынком, подход кейс-стади (Чехия, Венгрия)
M. Khan et al., 2000 [5]	1–3% и 11–12%	Оценка для развитых стран (1–3%) и стран с формирующимся рынком (11–12%). Выборка из 140 стран (1960–1998 гг.), анализ пороговой регрессии с фиксированными эффектами
M. Bruno et al., 1998 [12]	40%	Оценка уровня инфляции, превышение которого приводит к гиперинфляции. Выборка из 31 страны (1961–1994 гг.), регрессионный анализ
M. Sarel, 1996 [14]	8%	Оценка по выборке из 87 стран (1970–1990 гг.), анализ пороговой регрессии
J. Barro, 1995 [13]	Более 15%	Оценка по выборке из 122 стран (1960–1990 гг.), регрессионный анализ МИП*****
R. Dornbusch et al., 1991 [11]	15–30%	Оценка умеренного уровня инфляции для отдельных стран, подход кейс-стади (1970–1990 гг.)

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

* Динамическая стохастическая модель общего равновесия (dynamic stochastic general equilibrium model, DSGE).

** Логистическая модель плавного перехода (logistic smooth transition model, LSTR).

*** Метод наименьших квадратов (ordinary least squares, OLS) и полностью модифицированный метод наименьших квадратов (fully-modified ordinary least squares, FM-OLS).

**** Bank of Canada. Renewal of the inflation-control target. Background Information. 2016. URL: https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/10/background_nov11.pdf (дата обращения: 10.07.2018).

***** Метод инструментальных переменных. В работе протестирован порог инфляции в 15 и 40%.

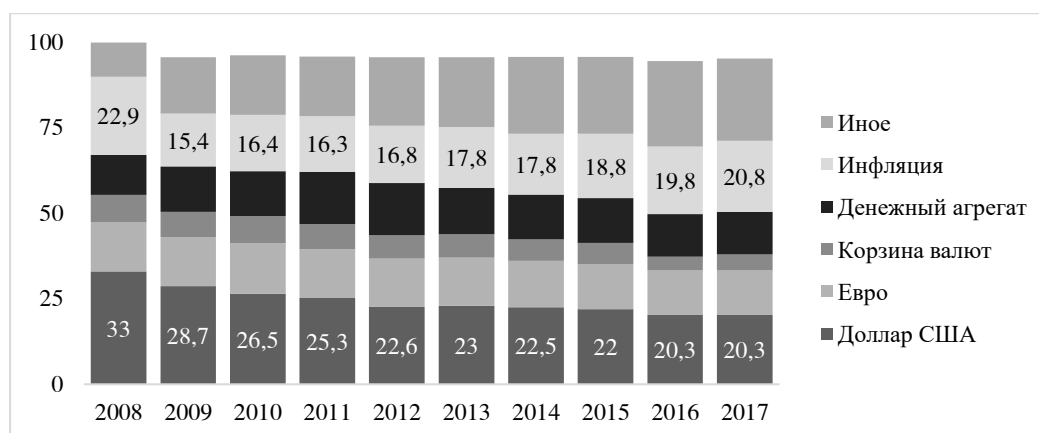


Рис. 1 / Fig. 1. Доля экономик, использующих соответствующий якорь денежно-кредитной политики, % / Share of the economies using an appropriate anchor of monetary policy

Источник / Source: составлено авторами по данным МВФ / compiled by the authors, based on IMF data.

и более высокого для стран с формирующимся рынком), а в оценках порогового уровня наблюдалась тенденция к снижению. Например, для развитых стран до кризиса 2008 г. был выявлен порог в размере 3,5–4% [15], а оценка после кризиса составила 2% и ниже [4]. Аналогично оценка для стран с формирующимся рынком снизилась с 12 [5] до 4–6% [6].

После мирового экономического кризиса 2008 г. в условиях возросших рисков дефляции в развитых странах эмпирические исследования акцентировали внимание на проблеме занижения оценки оптимального уровня инфляции. В частности, в работе [2] обосновывается, что таргетирование неоправданно низкого уровня инфляции повышает риски будущих дефляций, ситуации околонулевых номинальных процентных ставок¹ и, следовательно, денежно-кредитной политики, негибкой к смягчению.

Таким образом, современные прикладные исследования порогового уровня инфляции нацелены на выявление уровня инфляции, приближенного к оптимальному. Завышение значения порогового уровня может подстегивать высокие инфляционные ожидания и повышать риски будущей ценовой нестабильности. Однако занижение порогового уровня инфляции также нежелательно, поскольку повышает риск дефляции и может привести к излишне продолжительной политике дезинфляции и, следовательно, потерям выпуска, обусловленным жесткой денежно-кредитной политикой. Данный вывод находит подтверждение в эмпирических работах, в которых оценка порогового уровня инфляции дается в интервале [17, 22], а так-

же в практике денежно-кредитной политики стран, проводящих политику таргетирования диапазона значений инфляции без точечной цели (Израиль, Австралия, ЮАР и другие) или с точечной целью (Канада, Чили, Польша и другие).

СРАВНЕНИЕ ПОРОГОВОГО И ТАРГЕТИРУЕМОГО УРОВНЯ ИНФЛЯЦИИ: АНАЛИЗ СТРАНОВОГО ОПЫТА

Выявление оптимального уровня инфляции является приоритетной задачей центральных банков, осуществляющих национальную денежно-кредитную политику в условиях режима инфляционного таргетирования². Согласно докладу Международного валютного фонда³, таргетирование инфляции как якорь денежно-кредитной политики остается одним из наиболее часто используемых ориентиров монетарной политики наравне с режимом привязки национальной валюты к доллару США. По состоянию на 2017 г. режима инфляционного таргетирования придерживается 40 стран (примерно 20,3% экономик, рис. 1). Из этих стран 27 действуют в условиях режима плавающего курса национальной валюты, 10 — в условиях режима свободного плавающего курса национальной валюты⁴ и 3 — в условиях иных режимов.

² Или формирующих цель по инфляции в рамках иных режимов ДКП, как ФРС США, ЕЦБ, Народный банк Китая и другие.

³ International monetary fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2018/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2017-44930> (дата обращения: 11.08.2018).

⁴ В частности, начиная с ноября 2015 г. Россия определяется Международным валютным фондом как страна с режимом свободно плавающего валютного курса.

¹ Проблема “zero lower bound” (ZLB) в случае традиционной ДКП, при которой не допускаются отрицательные номинальные ставки процента, или проблема “effective lower bound” (ELB) в случае нетрадиционной ДКП и возможности отрицательных номинальных ставок процента.

К настоящему моменту многие страны накопили обширный опыт таргетирования инфляции. В данной работе рассмотрен опыт развитых стран (рис. 2) и стран с формирующимся рынком (рис. 3) в период 2009–2018 гг., и особое внимание уделено опыту стран — малых открытых экономик по экспорту.

Согласно данным рис. 2, развитые страны осуществляют таргетирование низких уровней инфляции (2% в США, зоне евро, Великобритании, Канаде, а также диапазон 1–3% в Израиле и диапазон 2–3% в Австралии). Денежно-кредитная политика центральных банков этих стран характеризуется сравнительно редким пересмотром ключевой ставки: не изменение ключевой ставки используется в целях воздействия на уровень инфляции, а устойчивое достижение цели по инфляции является основанием (необходимым, но не достаточным условием) для последующего изменения ключевой ставки. Подобный стиль денежно-кредитной политики, характеризующийся устойчивостью операционных индикаторов, ориентирован на формирование доверия к действиям центрального банка на долгом промежутке времени и управление не столько уровнем фактической инфляции, сколько инфляционными ожиданиями⁵.

Вместе с тем вследствие таргетирования сравнительно низких уровней инфляции за десятилетний период многие из развитых стран (США, Великобритания, Израиль, Япония, Канада, Дания) столкнулись с эпизодами дефляции, потребовавшими снижения ключевой ставки центральных банков вплоть до околонулевых значений. Особенно характерным представляется случай Дании. Национальный банк Дании формально не проводит политику инфляционного таргетирования, однако, придерживаясь механизма ERM II⁶, осуществляет привязку датской кроны к евро и в результате проводит политику, не являющуюся автономной по отношению к политике ЕЦБ. В условиях переноса в денежно-кредитную политику Дании цели по инфляции до 2% эпизоды дефляции в этой стране сопровождались самыми низкими отрицательными значениями ключевой ставки из всех прецедентов ЕЛБ в мировой практике на текущий момент (до –0,75%⁷). В результате нередкое достижение странами формального предела смягчения монетарной политики на продолжительном отрезке времени стало основанием для тестирования гипотезы, озвученной в работе L. Ball [2]: не является ли выбранный этими странами целевой уровень ин-

фляции заниженным? Исследование, посвященное данному вопросу, было проведено Банком Канады в 2016 г. с целью выявления возможных оснований для повышения целевого уровня инфляции с 2 до 3%⁸. Исследование подтвердило, что повышение цели по инфляции до 3 или 4% сокращает частоту эпизодов околонулевых номинальных ставок (на 50 и 80% соответственно), а также сокращает продолжительность периода околонулевых ставок с 7 кварталов до 3 при цели в 3% и до 1,5 кварталов при цели 4%. Однако, несмотря на представленные оценки, Банком Канады было принято решение о сохранении целевого уровня инфляции в размере 2% для обеспечения преемственности денежно-кредитной политики и доверия к ней со стороны экономических агентов.

Схожие выводы были озвучены Б. Бернанке в выступлении в Институте мировой экономики Петерсона в октябре 2017 г. [25]. Решение по повышению цели по инфляции сопряжено с рядом негативных эффектов:

- снижение эффективности словесных интервенций;
- усиление конфликта цели по инфляции с мандатом ценовой стабильности центрального банка;
- риск недооценки масштаба и разнообразия издержек перехода к более высокому уровню инфляции;
- усиление волатильности инфляционных ожиданий в переходный период адаптации к новому номинальному уровню якоря монетарной политики;
- риск перегрева экономики, обусловленного периодом сопутствующего смягчения денежно-кредитной политики.

В связи с этим повышение целевого уровня инфляции для смягчения проблемы ZLB имеет более эффективные и гибкие альтернативы: количественное смягчение, управление доходностью долгосрочных ценных бумаг, периодическое таргетирование уровня цен (непосредственно во время эпизодов ZLB) и другие.

Наиболее важный аргумент против повышения цели по инфляции касается именно негибкости этого решения. Изменение цели по инфляции обосновывается не конъюнктурными, а фундаментальными факторами, например изменением уровня нейтральной ставки процента, издержек инфляции и параметров функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В частности, основанием для повышения цели по инфляции может выступать снижение, вплоть до

⁵ Данная политика получила название политики «опережающих индикаторов» (“Forward guidance”).

⁶ Европейский механизм регулирования валютного курса (European Exchange rate mechanism, ERM).

⁷ Аналогичное снижение ключевой ставки наблюдается только в Швейцарии начиная с 2015 г.

⁸ Bank of Canada. Renewal of the inflation-control target. Background Information. 2016. URL: https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/10/background_nov11.pdf (дата обращения: 10.07.2018).

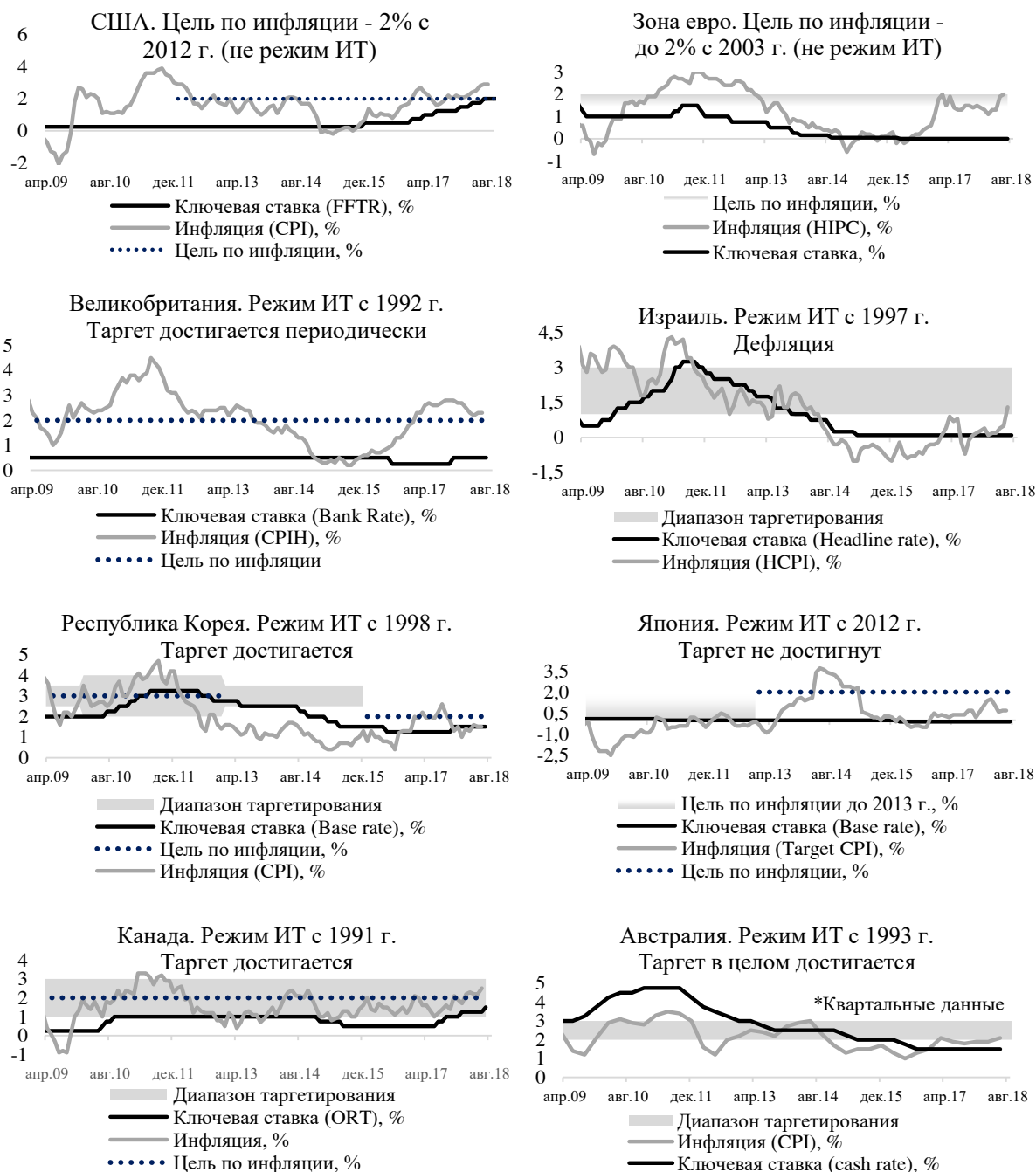


Рис. 2 / Fig. 2. Достижение цели по инфляции странами с развитой экономикой в 2009–2018 гг. / Inflation target achievement by advanced economies in 2009–2018

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

отрицательных значений, нейтрального уровня реальной ставки (в этом случае более высокий уровень инфляции предотвращает дальнейшее снижение номинальных ставок и, соответственно, диапазона стимулирующей денежно-кредитной политики) [26]⁹.

⁹ Тенденция к снижению уровня нейтральной ставки действительно отмечается как для развитых стран, так и для стран с формирующимся рынком в посткризисный период. Согласно данным работ [29] и [28], снижение нейтральной реальной ставки характерно для США и Канады (с 3 до 1%), Польши

Напротив, низкая эффективность работы трансмиссионного механизма ДКП и большие лаги передачи монетарных импульсов центрального банка при прочих равных условиях являются основанием для

(с 4,8 до 2,5%), значительное снижение произошло в Турции (с 14 до 3%), ЮАР (с 9 до 1,1%), Израиле (с 9 до 0,4%). Полученные результаты могут выступать основанием для проверки гипотезы о необходимости компенсирующего повышения цели по инфляции в странах, столкнувшихся особенно с сильным снижением реальной нейтральной ставки.

снижения цели по инфляции в сравнении с оцененным пороговым уровнем [19].

Решение о повышении целевого уровня инфляции было реализовано в практике денежно-кредитной политики Японии. До формального перехода к режиму инфляционного таргетирования в 2013 г. и объявления цели по инфляции в 2% в Японии проводилась политика, ориентированная на устойчивое достижение, по крайней мере, положительного значения индекса потребительских цен. Тем не менее повышение цели по инфляции не способствовало достижению целевого значения в среднесрочном периоде и не позволило решить проблему околонулевых номинальных ставок процента.

Наличие цели по инфляции характерно не только для развитых стран, но и для стран с формирующимся рынком (рис. 3). Эти страны сравнительно часто сталкиваются со сложностями устойчивого таргетирования инфляции, случаями продолжительной дефляции (Армения, Польша) или, наоборот, всплесками инфляции за пределами допустимого диапазона (Турция, Бразилия, а также Мексика), не только прецедентно пересматривают значение ключевой ставки, как отмечалось ранее, но также чаще изменяют сами параметры таргетирования. В частности, начиная с 2009 г. цель по инфляции 4 раза была снижена в Турции, 2 раза в Индии, в Китае цель была пересмотрена разнонаправленно 4 раза, в Бразилии планируется 3 снижения цели в период 2019–2021 гг.

В ряде случаев пересмотр цели по инфляции может быть оправдан, например, последовательно и продолжительно проводящейся политикой дезинфляции (такой пересмотр произошел в Польше в 2002 г. и в Индии в 2014–2016 гг. в период перехода к режиму гибкого инфляционного таргетирования). Однако для стран с формирующимся рынком характерен также пересмотр цели в качестве «подстраивания» под фактические значения инфляции (в 2008 г. в Турции, в 2002 г. и в 2004 г. в Бразилии, в 2010–2011 гг. в Китае). Аккомодационный характер денежно-кредитной политики в этом случае приводит к размыванию четкого ориентира по инфляции и снижает вероятность успешного «заякоривания» инфляционных ожиданий на оптимальном уровне.

К числу успешных примеров может быть отнесен непродолжительный опыт таргетирования инфляции в Индии. В 2017 г. для экономики Индии был оценен пороговый уровень инфляции в размере 4% [19]. Данный уровень был предложен как допустимый с точки зрения защиты экономики от дефляции, стимулирования позитивных инвестиционных ожиданий (в том числе иностранных инвесторов) и недопущения подрыва потребительского спроса в условиях практи-

чески не проводящейся индексации заработных плат в большинстве секторов экономики. Хотя данный пороговый уровень был оценен на выборке данных до 2014 г., именно он был принят в качестве цели по инфляции в июне 2016 г. и успешно достигается в диапазоне 2–6% в 2016–2018 гг.

Среди рассмотренных стран, как развитых, так и с формирующимся рынком, особый интерес представляет опыт стран, являющихся малыми открытыми экономиками по экспорту, поскольку выбор цели и способа таргетирования инфляции в странах-экспортерах имеет особенности. Экспортная ориентированность повышает чувствительность реальной нейтральной ставки экономики к изменению внешних условий торговли, т.е. выступает дополнительным фактором воздействия на оптимальный уровень инфляции [27]. Также страны-экспортеры в большей степени подвержены эффекту переноса, и устойчивое «заякоривание» инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня инфляции особенно актуально для них, поскольку способствует снижению этого эффекта [28].

Являясь малыми открытыми экономиками по экспорту (нефтепродуктов, золота, меди), страны-экспортеры более чувствительны к конъюнктуре мировых цен на товары национального экспорта, и для них достаточно часто характерно таргетирование инфляции в рамках диапазона, без точечной цели (ЮАР, Австралия) либо с точечной целью (Канада, Чили, Бразилия). Страны-экспортеры таргетируют более широкие диапазоны (например, 3 п.п. в ЮАР) и более высокие уровни инфляции (3% в Чили и Китае, 4% в России), чем развитые страны. Также эти страны (и страны с формирующимся рынком в целом) чаще используют ключевую ставку для возвращения инфляции к целевому значению, т.е. проводят не столько политику опережающих индикаторов (*forward guidance*), сколько прецедентную, аккомодационную денежно-кредитную политику (рис. 4). Вместе с тем для стран-экспортеров, как и для развитых стран, характерен редкий пересмотр самих параметров таргетирования, а именно цели и диапазона. Так, например, диапазон таргетирования и цель по инфляции ни разу не пересматривались в Австралии с 1993 г., в Канаде с 1991 г., в России с 2014 г.

Чувствительность к конъюнктуре мировых цен и подверженность эффекту переноса усложняют задачу таргетирования выбранного уровня инфляции странами-экспортерами. Тем не менее к числу успешных примеров инфляционного таргетирования в рамках диапазона может быть отнесен опыт Чили, ЮАР, Австралии, Канады. Важным примером является ЮАР, где в течение последних десяти лет проводится политика дезинфляции, а инфляционные ожидания устойчиво

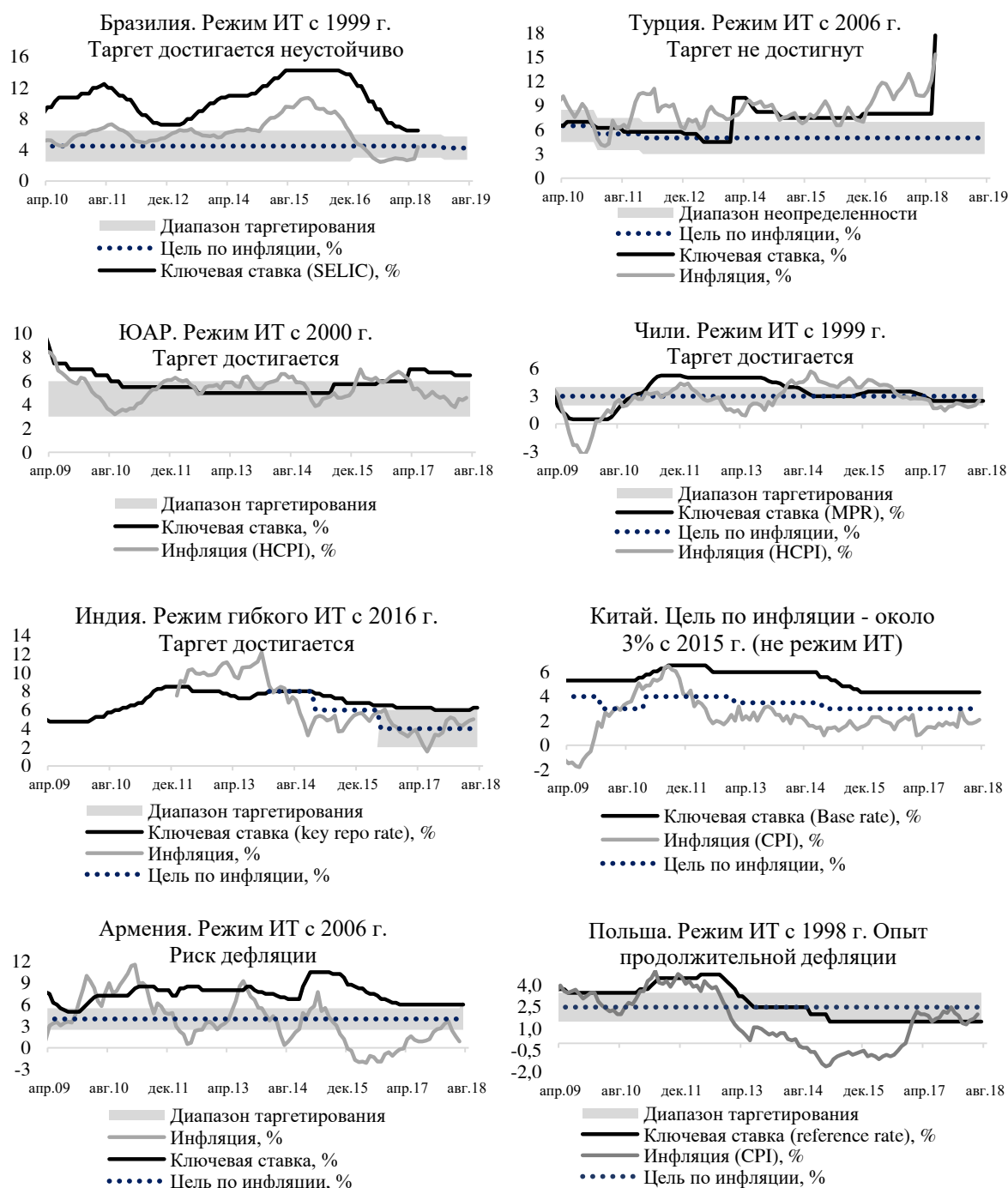


Рис. 3 / Fig. 3. Достижение цели по инфляции странами с формирующимся рынком в 2009–2018 гг. / Inflation target achievement by emerging markets in 2009–2018

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

«заякорены» на уровне около 6% [29]. Этому результату в значительной степени способствует стратегия повышения прозрачности денежно-кредитной политики национального центрального банка и доверия к ней: согласно данным индекса СВТ¹⁰ к 2010 г. транспарентность денежно-кредитной политики центрального

банка ЮАР превысила значение в Мексике, Бразилии, Индии и приблизилась к показателю Чили и Республики Кореи [28].

В 2017 г. для экономики ЮАР было проведено исследование порогового уровня инфляции, основанное на эмпирическом наблюдении, что лучшие темпы роста ВВП достигались экономикой в условиях 4%-ной инфляции [16]. Согласно результатам исследования пороговое значение находится в пределах 4,5–6%

¹⁰ Индекс транспарентности Центрального банка (central bank transparency index, CBТ index).



Рис. 4 / Fig. 4. Количество эпизодов пересмотра ключевой ставки центрального банка в 2009–2018 гг. / Number of reviews of the central bank key rate in 2009–2018

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Таблица 4 / Table 4

Соотношение оцененного порогового и установленного целевого уровня инфляции / Relation between estimated threshold inflation level and actual inflation target

Страна / Country	Оценка порогового уровня инфляции, % / Estimated threshold inflation level, %	Фактический целевой уровень инфляции, % / Actual inflation target, %
Зона евро [4]	1,5–2,2	Менее 2
США [4]	2–2,4	2
ЮАР [16]	4 и 6,5	3–6 (интервал без точечной цели)
Индия [19]	4	4+/-2 (интервал с точечной целью)
Канада*	2	2+/-1 (интервал с точечной целью)
Россия [6]	Менее 6**	4
Япония [2, 21]	4 и 5,4***	2

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

* Bank of Canada. Renewal of the inflation-control target. Background Information. 2016. URL: https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/10/background_nov11.pdf (дата обращения: 10.07.2018).

** Оценка получена методом пороговой регрессии с пятилетними скользящими средними, исходя из предположения о нелинейном характере связи между инфляцией и выпуском, при помощи перебора значений π от 5 до 20%. Оценка отражает результаты для группы 82 стран с формирующимся рынком, в том числе России, на выборке данных 1965–2014 гг. В работе выявлено негативное влияние инфляции выше 6% на темпы экономического роста и отсутствие значимого влияния инфляции ниже 6% на темпы роста.

*** Оценка по панельным данным для группы азиатских стран.

(в зависимости от метода оценки и спецификации модели). Одним из факторов пороговой инфляции является степень открытости экономики. Улучшение условий торговли при прочих равных позициях приводит к некоторому снижению оценки порогового уровня инфляции. Анализ практики таргетирования инфляции странами, а также эмпирических исследований порогового уровня инфляции позволяет провести сопоставление фактических параметров денежно-кредитной политики стран и их экономических оценок (табл. 4). Оцененные значения во многих случаях близки к фактически таргетируемым. Случаи, когда оценки порогового уровня превышают фактические, могут свидетельствовать об осторожности центральных банков и таргетировании заведомо более низких значений, в том числе по причине непопулярности более высокой инфляции в обществе.

ОПТИМАЛЬНОСТЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ

Опыт таргетирования инфляции странами позволяет сделать выводы об особенностях параметров данного режима в России (рис. 5). Начиная с ноября 2014 г. в России таргетируется точечная цель по инфляции в размере 4%, а не диапазон, в отличие от большинства стран с формирующимся рынком. Хотя наличие диапазона делает достижение цели по инфляции формально более вероятным (в частности, успешными примерами сохранения инфляции в заданном диапазоне являются Индия, ЮАР, Чили), таргетирование точечной цели лучшим образом способствует «заякориванию» инфляционных ожиданий на конкретном уровне. Это достигается за счет формирования у экономических агентов убеждения, что даже малое отклонение инфляции

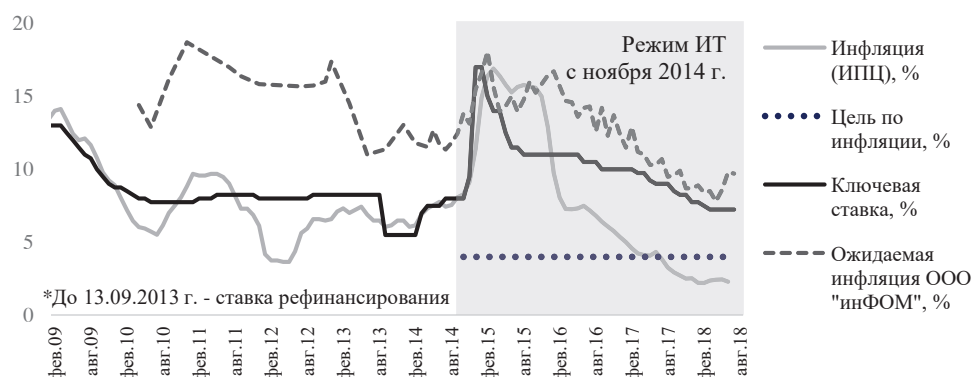


Рис. 5 / Fig. 5. Достижение цели по инфляции в России / Achieving of inflation target in Russia

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

от цели не расценивается центральным банком как удовлетворительное¹¹.

Изменение режима денежно-кредитной политики практически не отразилось на частоте пересмотра ключевой ставки Банка России (19 изменений ставки в период 2009–2014 гг. и 21 изменение в период 2014–2018 гг.). Это указывает на некоторую прецедентность и аккомодационность политики процентной ставки. Она больше характерна для стран с формирующимся рынком, чем для развитых стран. Вместе с тем период инфляционного таргетирования сопровождается заметным планомерным снижением ожидаемой инфляции на отрезке 2015–2018 гг. (примерно с 15 до 10%), а также снижением эффекта переноса, характерным для России как малой открытой экономики (до 0,18 по оценкам Банка России¹² и до 0,09–0,12 в работе [30]).

Как упомянуто в табл. 4, оценка порогового уровня инфляции для России произведена на панельной выборке (82 страны в работе [6]). Оценка до 6% может быть завышена в силу большого количества стран с формирующимся рынком в выборке и того, что не включает наблюдения непосредственно периода инфляционного таргетирования и сравнительно более низкой фактической инфляции в 2015–2018 гг. Также важно отметить, что в работе [6] не был произведен

перебор значений порогового уровня инфляции ниже 5%, что оставляет пространство для дальнейшего уточнения результата с использованием данных периода инфляционного таргетирования.

В табл. 5 представлена систематизация факторов, сдерживающих как снижение, так и повышение текущей цели по инфляции в России с учетом опыта политики инфляционного таргетирования других стран.

Согласно данным табл. 5 целевое значение в размере 4%, с одной стороны, сохраняет денежно-кредитную политику гибкой к смягчению в будущем, выступает фактором снижения вероятности дефляции по отдельным группам товаров, а также формирует четкий сигнал экономическим агентам о том, что регулятором не предполагается жесткость денежно-кредитной политики, необходимая для достижения более низкого таргета. В результате выбранный целевой уровень способствует сохранению денежно-кредитных условий, близких к нейтральным, несмотря на неопределенность внешних условий¹³. С другой стороны, наблюдающееся превышение цели по инфляции в России в сравнении со странами — ключевыми торговыми партнерами (в основном на 1–2 п.п., см. рис. 6) еще не является критическим и при прочих равных условиях формирует комфортное преимущество в условиях торговли. Не менее важно отметить, что в настоящее время для России не характерна тенденция к снижению нейтральной реальной ставки процента ниже 3%¹⁴, вследствие чего

¹¹ Примечательно, что в декабре 2015 г. центральный банк Республики Корея объявил о переходе к точечному таргетированию инфляции на уровне 2% вместо таргетирования диапазона инфляции в размере 1–3%. Данное решение было мотивировано именно необходимостью обеспечения более четкого сигнала участникам рынка и лучшей стабилизации инфляционных ожиданий. Источник: The Bank of Korea. Monetary policy direction for 2016. The Bank of Korea. 2015. URL: https://www.bok.or.kr/eng/bbs/E_0000627/list.do?menuNo=400022&pageIndex=3 (дата обращения: 13.08.2018).

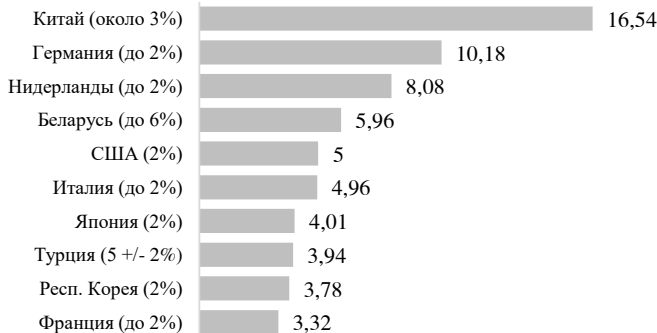
¹² Синяков А., Чернядьев Д., Сапова А. Оценка эффекта переноса валютного курса на цены на микроуровне. Аналитическая записка департамента исследований и прогнозирования Банка России. 2017. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/27763/analytic_note_171108_dip.pdf (дата обращения: 15.07.2018).

¹³ Пресс-служба Банка России. Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,25%. Пресс-релиз от 28.07.2018. URL: <http://www.cbr.ru/press/keypr/> (дата обращения: 31.08.2018).

¹⁴ Данное предположение следует из оценки Банка России нейтральной номинальной ставки в диапазоне 6–7% и ориентации на уровень инфляции в размере 4% в среднесрочном периоде. Источник: Банк России. Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров 15 июня 2018 г. Материалы пресс-конференции Председателя Банка России

Таблица 5 / Table 5

Факторы сохранения целевого уровня инфляции в России на уровне 4% / Factors of maintaining the target level of inflation in Russia at 4%

Факторы, сдерживающие изменение текущего целевого уровня инфляции																							
<ul style="list-style-type: none"> • Приоритет задачи сохранения последовательного характера ДКП в целях эффективного «заякоривания» инфляционных ожиданий (реализация политики forward guidance); • негативный опыт стран, испытавших дестабилизирующие последствия прецедентного изменения цели по инфляции (Турция, Бразилия, Китай); • опыт стран, отказавшихся от изменения уровня таргетирования инфляции в целях недопущения будущей волатильности инфляционных ожиданий (Канада, США); • позитивный опыт стран, успешно таргетирующих выбранную цель по инфляции продолжительное время (Австралия, Канада, ЮАР, Чили); • результаты релевантных эконометрических исследований, в целом подтверждающие адекватность выбранной цели ([6]) 																							
Факторы, сдерживающие установление целевого уровня ниже 4%	Факторы, сдерживающие установление целевого уровня инфляции выше 4%																						
<ul style="list-style-type: none"> • Необходимость контроля риска дефляции в отдельных отраслях экономики*; • сохранение пространства для гибкости политики процентной ставки к смягчению в условиях неиспользования Банком России инструментов нестандартной ДКП; • нежелательность излишней пролонгации политики дезинфляции, требующей, при прочих равных, более жестких монетарных условий 	<ul style="list-style-type: none"> • Обеспечение сближения цели по инфляции с уровнем стран – основных торговых партнеров (рис. 6);  <table border="1"> <thead> <tr> <th>Страна (Цель по инфляции, %)</th> <th>Доля торгового оборота России, %</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Китай (около 3%)</td> <td>16,54</td> </tr> <tr> <td>Германия (до 2%)</td> <td>10,18</td> </tr> <tr> <td>Нидерланды (до 2%)</td> <td>8,08</td> </tr> <tr> <td>Беларусь (до 6%)</td> <td>5,96</td> </tr> <tr> <td>США (2%)</td> <td>5</td> </tr> <tr> <td>Италия (до 2%)</td> <td>4,96</td> </tr> <tr> <td>Япония (2%)</td> <td>4,01</td> </tr> <tr> <td>Турция (5 +/- 2%)</td> <td>3,94</td> </tr> <tr> <td>Респ. Корея (2%)</td> <td>3,78</td> </tr> <tr> <td>Франция (до 2%)</td> <td>3,32</td> </tr> </tbody> </table> <p>Рис. 6 / Fig. 6. Доля торгового оборота России с основными торговыми партнерами и их цель по инфляции, % / Share of Russia's trade with key trading partners and their inflation target, %</p> <p><i>Источник / Source:</i> составлено авторами по материалам Банка России** / compiled by the authors, based on Bank of Russia data.</p> <ul style="list-style-type: none"> • отсутствие тенденции к снижению реальной нейтральной ставки процента [27]; • предотвращение интенсивного снижения обменного курса рубля и дестимулирующего воздействия инфляции на инвестиционный спрос; • предотвращение роста разброса инфляционных ожиданий 	Страна (Цель по инфляции, %)	Доля торгового оборота России, %	Китай (около 3%)	16,54	Германия (до 2%)	10,18	Нидерланды (до 2%)	8,08	Беларусь (до 6%)	5,96	США (2%)	5	Италия (до 2%)	4,96	Япония (2%)	4,01	Турция (5 +/- 2%)	3,94	Респ. Корея (2%)	3,78	Франция (до 2%)	3,32
Страна (Цель по инфляции, %)	Доля торгового оборота России, %																						
Китай (около 3%)	16,54																						
Германия (до 2%)	10,18																						
Нидерланды (до 2%)	8,08																						
Беларусь (до 6%)	5,96																						
США (2%)	5																						
Италия (до 2%)	4,96																						
Япония (2%)	4,01																						
Турция (5 +/- 2%)	3,94																						
Респ. Корея (2%)	3,78																						
Франция (до 2%)	3,32																						

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

* Например, в первом полугодии 2018 г. дефляция наблюдалась в производстве промышленных товаров в категориях «распределение электроэнергии», «обеспечение электроэнергией», «горячая вода», «водоснабжение» и других. Источник: Федеральная служба государственной статистики. Оперативная информация. Об индексе цен производителей промышленных товаров в июне 2018 года. 2018. URL: http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/lssWWW.exe/Stg/d03/137.htm (дата обращения: 15.08.2018).

** Банк России. Статистика внешнего сектора. Обменный курс рубля. 2018. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (дата обращения: 15.08.2018).

реальная нейтральная ставка не выступает фактором пересмотра цели по инфляции в сторону повышения, в отличие от развитых стран (например, Израиля).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Для эмпирических исследований оптимального уровня инфляции последних лет характерен пересмотр оценок в сторону их снижения как для развитых стран, так и для стран с формирующимся рынком. При этом оценки порогового уровня инфляции во многих случаях близки к фактически определенным центральными банками целям по инфляции. Доминирующим остается предположение о позитивном общем эффекте некоторого положительного уровня инфляции, при котором сохраняется возможность проведения стимулирующей ДКП, снижается риск возникновения проблемы ELB, снижается жесткость номинальных показателей, обеспечиваются условия работоспособности информационного канала центрального банка, достигается умеренная волатильность инфляционных ожиданий. В связи с этим особое значение имеет исследование не только верхнего, но и нижнего предела порогового уровня инфляции.

В эмпирических работах пороговый уровень инфляции часто определяется методом подбора как параметр наилучшего воздействия на выпуск в наиболее корректно специфицированной модели. Оцененное пороговое значение может быть достаточно подвижно в зависимости от выбранного отрезка времени, выборки стран и контрольных переменных. Однако в практике центральных банков целевой уровень инфляции определяется на продолжительный период времени независимо от краткосрочных колебаний выпуска и инфляции. Это связано с важной институциональной функцией целевого уровня инфляции — обеспечением прозрачной и устойчивой денежно-кредитной политики, способной к эффективному «заякориванию» инфляционных ожиданий. В отличие от порогового, целевой уровень инфляции меняется под воздействием фундаментальных факторов, таких как изменение уровня реальной нейтральной ставки и качества работы механизма денежной трансмиссии. Практика политики центральных банков стран в отношении инфляции свидетельствует, что при определении цели по инфляции ими учитываются не только количест-

венные показатели, но также в значительной степени качественные показатели и экспертные оценки.

Для развитых стран характерен редкий пересмотр как целевого уровня инфляции, так и ключевой ставки центрального банка. Это обусловлено приоритетностью политики «опережающих индикаторов», основанной на высоком доверии экономических агентов к центральному банку. Напротив, более частый пересмотр ключевых параметров ДКП в целях купирования краткосрочных шоков в странах с формирующимся рынком снижает успешность устойчивого достижения цели по инфляции. Страны-экспортеры, чувствительные к изменению конъюнктуры мировых цен, в большей степени подвержены риску ценовой волатильности, однако вполне успешно достигают цели по инфляции в рамках широких диапазонов.

Для политики инфляционного таргетирования в России характерна некоторая прецедентность. Неопределенность внешних условий вынуждает денежные власти сравнительно часто пересматривать ключевую ставку в ответ на шоки. Вместе с тем цель по инфляции задается точно, в то время как большинство стран с формирующимся рынком допускает волатильность инфляции в рамках диапазона. Это способствует не столько формальному достижению цели по инфляции, сколько устойчивому долгосрочному «заякориванию» инфляционных ожиданий, что усиливает доверие экономических агентов к проводимой властями денежно-кредитной политике. Выбор целевого ориентира на уровне 4%, на наш взгляд, соответствует выбору «оптимального» уровня таргетирования инфляции: в пользу соответствующего значения свидетельствуют результаты проведенного анализа международного опыта и эмпирические оценки, которые есть в литературе.

С момента введения режима ИТ в ноябре 2014 г. цель по инфляции была достигнута впервые по итогам 2017 г. Сохранение фактической инфляции вблизи цели на длительном промежутке времени (т.е. постоянно) в настоящее время обозначается Банком России как основной принцип единой государственной денежно-кредитной политики. Вместе с тем устойчивость этого результата будет зависеть не только от политики монетарных властей, их реакции на внешнеэкономические шоки, но и от немонетарных факторов инфляции, одним из которых выступает рост НДС с 2019 г. на 2 п.п. Таким образом, политика инфляционного таргетирования в России проводится в ситуации достаточно сложных внутренних и внешних экономических условий, требующих от Банка России, с одной стороны, быстрых, а с другой стороны, взвешенных реакций на шоки.

Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров 15 июня 2018 г. 2018. URL: <https://www.cbr.ru/press/st/2018-06-15/> (дата обращения: 15.08.2018). Также в работе [29] отмечается, что для России, напротив, скорее характерно повышение реальной нейтральной ставки до 4% и выше вследствие ухудшения условий торговли и продолжительного понижающего давления на курс рубля.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Иццоки О. Асимметричная жесткость цен и оптимальный уровень инфляции. *Экономика и математические методы*. 2008;(3):17–37.
2. Ball L. The case for a long-run inflation target of four percent. IMF Working Paper. 2014;(92). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1492.pdf> (дата обращения: 15.03.2018).
3. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. *Вопросы экономики*. 2014;(9):4–12.
4. Andrade P., Gali J., Bihan H., Matheron J. The optimal inflation target and the natural rate of interest. NBER Working Paper. 2018;(24328). URL: <http://www.nber.org/papers/w24328.pdf> (дата обращения: 01.03.2018).
5. Khan M., Senhadji A. Threshold effects in the relationship between inflation and growth. IMF Working Paper. 2000;(110). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00110.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
6. Перевышина Е. Влияние инфляции на темпы экономического роста. *Финансы и кредит*. 2016;(9):18–30.
7. Моисеев С. Новая «священная корова» таргетирования инфляции. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2008;1(8):31–44.
8. Taylor J. A historical analysis of monetary policy rules. NBER Working Paper. 1998;(6768). URL: <http://www.nber.org/papers/w6768.pdf> (дата обращения: 27.08.2018).
9. Phelps E. Inflation in the theory of public finance. *The Swedish Journal of Economics*. 1973;75(1):67–82. DOI: 10.2307/3439275
10. Bailey M. The welfare cost of inflationary finance. *Journal of Political Economy*. 1956;64(2):93–110.
11. Dornbusch R., Fischer S. Moderate inflation. NBER Working Paper. 1991;(3896). URL: <http://www.nber.org/papers/w3896.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
12. Bruno M., Easterly W. Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*. 1998;41(1):3–26. DOI: 10.1016/S 0304-3932(97)00063-9
13. Barro J. Inflation and economic growth. NBER Working Paper. 1995;(5326). URL: <http://www.nber.org/papers/w5326.pdf> (дата обращения: 31.07.2018).
14. Sarel M. Nonlinear effects of inflation on economic growth. IMF Staff Papers. 1996;43(1):199–215. DOI: 10.2307/3867357
15. Baranowski P. Problem optymalnej stopy inflacji w modelowaniu wzrostu gospodarczego. Łódź: Wydawnictwo Biblioteka; 2008. 144 p.
16. Ndou E., Gumata N. The inflation-finance-growth nexus: Where does the inflation threshold lie? In: *Inflation dynamics in South Africa: The role of thresholds, exchange rate pass-through and inflation expectations on policy trade-offs*. 1st ed. London, New York: Palgrave Macmillan; 2017:273–291. DOI: 10.1007/978-3-319-46702-3_19
17. Nazir S., Saeed S., Muhammad A. Threshold modeling for inflation and GDP growth. Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper. 2017;(79649). URL: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/79649/1/MPRA_paper_79649.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
18. Aydin C. The inflation-growth nexus: A dynamic panel threshold analysis for D-8 countries. *Romanian Journal of Economic Forecasting*. 2017;20(4):134–151.
19. Behera J., Mishra A. The recent inflation crisis and long-run economic growth in India: An empirical survey of threshold level of inflation. *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*. 2017;6(1):105–132. DOI: 10.1177/2277978717695154
20. Картаев Ф., Клачкова О. Инфляция и экономический рост. *Аудит и финансовый анализ*. 2015;(4):147–151.
21. Vinayagathan T. Inflation and economic growth: A dynamic panel threshold analysis for Asian economies. *Journal of Asian Economics*. 2013;26:31–41. DOI: 10.1016/j.asieco.2013.04.001
22. Espinoza R., Leon H., Prasad A. Estimating the inflation-growth nexus — A smooth transition model. IMF Working Paper. 2010;(76). URL: file:///C:/Users/User/Downloads/_wp1076.pdf (дата обращения: 31.07.2018).
23. Burdekin R., Denzau A., Keil M., Sitthiyot T., Willett T. When does inflation hurt economic growth? Different nonlinearities for different economies. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(3):519–532. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.03.005
24. Blanchard O. Comments on “Inflation targeting in transition economies; Experience and prospects” by Jiri Jonas and Frederic Mishkin. In: *Proc. NBER conf. on inflation targeting*. Cambridge: MIT Press; 2003. URL: <https://economics.mit.edu/files/733> (дата обращения: 17.07.2018).

25. Bernanke B. Monetary policy in a new era. In: Conf. on rethinking macroeconomic policy (Washington, DC, 12–13 Oct. 2017). Washington, DC: Peterson Institute for International Economics; 2017. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/10/bernanke_rethinking_macro_final.pdf (дата обращения: 07.08.2018).
26. Dorich J., St-Pierre N., Lepetyuk V., Mendes R. Could a higher inflation target enhance macroeconomic stability? BIS Working Papers. 2018;(720). URL: <https://www.bis.org/publ/work720.pdf> (дата обращения: 10.08.2018).
27. Графе К., Грут С., and Ригон Л. Нейтральные процентные ставки в странах СЕЕМЕА: движение в унисон с глобальными факторами. *Деньги и кредит*. 2018;77(1):6–25.
28. Kabundi A., Mlachila M. Monetary policy credibility and exchange rate pass-through in South Africa. IMF Working Paper. 2018;(173). URL: <file:///C:/Users/User/Downloads/wp18173.pdf> (дата обращения: 10.08.2018).
29. Miyajima K., Yetman J. Inflation expectations anchoring across different types of agents: The case of South Africa. IMF Working paper. 2018;(177). URL: <file:///C:/Users/User/Downloads/wp18177.pdf> (дата обращения: 10.08.2018).
30. Тиунова М. Моделирование эффекта переноса валютного курса в России. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(3):136–154. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–136–154

REFERENCES

1. Itskhoki O. Asymmetric price rigidity and the optimal rate of inflation. *Ekonomika i matematicheskie metody = Economics and Mathematical Methods*. 2008;(3):17–37. (In Russ.).
2. Ball L. The case for a long-run inflation target of four percent. IMF Working Paper. 2014;(92). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1492.pdf> (accessed on 15.03.2018).
3. Yudaeva K. On the opportunities, targets and mechanisms of monetary policy under the current conditions. *Voprosy ekonomiki*. 2014;(9):4–12. (In Russ.).
4. Andrade P., Gali J., Bihan H., Matheron J. The optimal inflation target and the natural rate of interest. NBER Working Paper. 2018;(24328). URL: <http://www.nber.org/papers/w24328.pdf> (accessed on 01.03.2018).
5. Khan M., Senhadji A. Threshold effects in the relationship between inflation and growth. IMF Working Paper. 2000;(110). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00110.pdf> (accessed on 31.07.2018).
6. Perevyshina E. The impact of inflation on economic growth rates. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2016;(9):18–30. (In Russ.).
7. Moiseev S. The new “sacred cow”: Inflation targeting. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2008;1(8):31–44. (In Russ.).
8. Taylor J. A historical analysis of monetary policy rules. NBER Working Paper. 1998;(6768). URL: <http://www.nber.org/papers/w6768.pdf> (accessed on 27.08.2018).
9. Phelps E. Inflation in the theory of public finance. *The Swedish Journal of Economics*. 1973;75(1):67–82. DOI: 10.2307/3439275
10. Bailey M. The welfare cost of inflationary finance. *Journal of Political Economy*. 1956;64(2):93–110.
11. Dornbusch R., Fischer S. Moderate inflation. NBER Working Paper. 1991;(3896). URL: <http://www.nber.org/papers/w3896.pdf> (accessed on 31.07.2018).
12. Bruno M., Easterly W. Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*. 1998;41(1):3–26. DOI: 10.1016/S 0304–3932(97)00063–9
13. Barro J. Inflation and economic growth. NBER Working Paper. 1995;(5326). URL: <http://www.nber.org/papers/w5326.pdf> (accessed on 31.07.2018).
14. Sarel M. Nonlinear effects of inflation on economic growth. IMF Staff Papers. 1996;43(1):199–215. DOI: 10.2307/3867357
15. Baranowski P. Problem optymalnej stopy inflacji w modelowaniu wzrostu gospodarczego. Łódź: Wydawnictwo Biblioteka; 2008. 144 p.
16. Ndou E., Gumata N. The inflation-finance-growth nexus: Where does the inflation threshold lie? In: Inflation dynamics in South Africa: The role of thresholds, exchange rate pass-through and inflation expectations on policy trade-offs. 1st ed. London, New York: Palgrave Macmillan; 2017:273–291. DOI: 10.1007/978–3–319–46702–3_19
17. Nazir S., Saeed S., Muhammad A. Threshold modeling for inflation and GDP growth. Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper. 2017;(79649). URL: https://mpa.ub.uni-muenchen.de/79649/1/MPRA_paper_79649.pdf (accessed on 31.07.2018).
18. Aydin C. The inflation-growth nexus: A dynamic panel threshold analysis for D-8 countries. *Romanian Journal of Economic Forecasting*. 2017;20(4):134–151.

19. Behera J., Mishra A. The recent inflation crisis and long-run economic growth in India: An empirical survey of threshold level of inflation. *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*. 2017;6(1):105–132. DOI: 10.1177/2277978717695154
20. Kartaev F., Klachkova O. Inflation and economic growth. *Audit i finansovyi analiz = Audit and Financial Analysis*. 2015;(4):147–151. (In Russ.).
21. Vinayagathan T. Inflation and economic growth: A dynamic panel threshold analysis for Asian economies. *Journal of Asian Economics*. 2013;26:31–41. DOI: 10.1016/j.asieco.2013.04.001
22. Espinoza R., Leon H., Prasad A. Estimating the inflation-growth nexus — A smooth transition model. IMF Working Paper. 2010;(76). URL: file:///C:/Users/User/Downloads/_wp1076.pdf (accessed on 31.07.2018).
23. Burdekin R., Denzau A., Keil M., Sitthiyot T., Willett T. When does inflation hurt economic growth? Different nonlinearities for different economies. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(3):519–532. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.03.005
24. Blanchard O. Comments on “Inflation targeting in transition economies; Experience and prospects” by Jiri Jonas and Frederic Mishkin. In: Proc. NBER conf. on inflation targeting. Cambridge: MIT Press; 2003. URL: <https://economics.mit.edu/files/733> (accessed on 17.07.2018).
25. Bernanke B. Monetary policy in a new era. In: Conf. on rethinking macroeconomic policy (Washington, DC, 12–13 Oct. 2017). Washington, DC: Peterson Institute for International Economics; 2017. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/10/bernanke_rethinking_macro_final.pdf (accessed on 07.08.2018).
26. Dorich J., St-Pierre N., Lepetyuk V., Mendes R. Could a higher inflation target enhance macroeconomic stability? BIS Working Papers. 2018;(720). URL: <https://www.bis.org/publ/work720.pdf> (accessed on 10.08.2018).
27. Grafe C., Grut S., Rigon L. Neutral interest rates in CEEMEA — moving in tandem with global factors. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2018;77(1):6–25. (In Russ.).
28. Kabundi A., Mlachila M. Monetary policy credibility and exchange rate pass-through in South Africa. IMF Working Paper. 2018;(173). URL: file:///C:/Users/User/Downloads/wp18173.pdf (accessed on 10.08.2018).
29. Miyajima K., Yetman J. Inflation expectations anchoring across different types of agents: The case of South Africa. IMF Working paper. 2018;(177). URL: file:///C:/Users/User/Downloads/wp18177.pdf (accessed on 10.08.2018).
30. Tiunova M. Modeling the transfer effect of exchange rate on prices in Russia. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(3):136–154. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–136–154

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Елена Владимировна Синельникова-Мурылева — кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва, Россия
e.sinelnikova@ranepa.ru

Алина Михайловна Гребенкина — младший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ; аспирант экономического факультета, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия
grebenkina-am@ranepa.ru

ABOUT THE AUTHORS

Elena V. Sinelnikova-Muryleva — Can. Sci. (Econ.), senior researcher of the Center for Central Bank Studies, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia
e.sinelnikova@ranepa.ru

Alina M. Grebenkina — junior researcher of the Center for Central Bank Studies, Institute of Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; postgraduate student, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia
grebenkina-am@ranepa.ru

Статья поступила 07.09.2018; принята к публикации 05.12.2018.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 07.09.2018; accepted for publication on 05.12.2018.

The authors read and approved the final version of the manuscript.