



ФОРМАТ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

Денежно-кредитная политика Банка России направлена на поддержание ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции. Однако для реализации денежно-кредитной политики на практике такого общего определения недостаточно. Необходимо более точно задать параметры цели, которые отражают состояние ценовой стабильности, то есть определиться с форматом цели по инфляции. Понятие формата цели по инфляции включает ее уровень, форму представления, таргетируемый показатель – целевой индекс, горизонт действия. В теории и на практике есть разные подходы к определению формата цели, консенсуса по этому вопросу не сформировалось.

Переходя в 2015 году к таргетированию инфляции, Банк России решил, что целью денежно-кредитной политики будет поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно. Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, рассчитываемого на базе индекса потребительских цен (ИПЦ, Росстат). На основе проведенных в рамках Обзора ДКП исследований можно сделать следующие основные выводы относительно основных элементов формата цели по инфляции Банка России.

Уровень цели по инфляции

Выбор 4% в качестве целевого уровня инфляции в России был обусловлен особенностями экономики и структурой инфляции. В частности, цель по инфляции была выбрана таким образом, чтобы, с одной стороны, снимать угрозу перехода в область высокой инфляции, а с другой – не создавать рисков дефляции на рынках отдельных товаров. Кроме того, при выборе 4% учитывался высокий уровень инфляционных ожиданий и их незаякоренность (адаптивность), невысокая степень развитости рыночных механизмов и отраслевой диверсификации экономики, а также уровень инфляции в странах – торговых партнерах России¹.

Проведенные в рамках Обзора ДКП исследования и анализ указывают, что с учетом накопленного опыта таргетирования инфляции на конец 2021 года сформировался потенциал для снижения уровня цели по инфляции в будущем. Однако события 2022 года, возросшая неопределенность внешних условий и начавшийся процесс структурной перестройки экономики могут потребовать более значительных сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте, что вносит значительные коррективы в оценку возможности снижения цели на данном этапе. Поэтому *оправдан дополнительный анализ и всестороннее обсуждение возможных сроков снижения уровня цели по инфляции*.

Среди полученных в ходе анализа и исследований оценок и характеристик экономических процессов, свидетельствующих о наличии пространства для снижения цели по инфляции в будущем, можно выделить следующие.

1. На наличие пространства для снижения уровня цели по инфляции указывают результаты модельных оценок.

С одной стороны, оценки на данных до 2022 года показывают, что оптимальным для экономики России является уровень цели по инфляции около 1% ([Глазова А., 2023](#)). Такой уровень минимизирует издержки общества из-за колебаний цен и позволяет денежно-кредитной политике вносить вклад в достижение максимального общественного благосостояния. С другой стороны, помимо

¹ Обоснование цели по инфляции приведено в разделе 1 ОНДКП 2017–2019, Приложении 4 ОНДКП 2018–2020, врезке 1 ОНДКП 2021–2023, ОНДКП 2022–2024.

критерия оптимальности, при принятии решения об уровне цели по инфляции центральные банки на практике обычно учитывают и другие факторы. К ним относятся степень доверия к денежно-кредитной политике, накопленный опыт таргетирования инфляции, волатильность цен, инфляция в странах – торговых партнерах, сложность экономики и другие. Исследование совокупности этих факторов показало, что по мере укрепления доверия к проводимой Банком России денежно-кредитной политике, накопления опыта таргетирования инфляции и общего снижения инфляции к 2021 году сложились условия для снижения цели по инфляции до 3% ([Мещеряков А. и др., 2023](#)).

2. Инфляционные ожидания в России не являются препятствием для снижения уровня цели по инфляции.

Как показывает международный опыт ([Мещеряков А. и др., 2023](#)), инфляционные ожидания населения находятся выше цели по инфляции в большинстве стран, таргетирующих инфляцию, даже в странах с продолжительным и успешным опытом таргетирования инфляции. Как и в России, в данных странах население склонно судить об инфляции в целом по выдающейся динамике цен отдельных товаров и в значительной степени ориентируется на динамику инфляции в прошлом (адаптивный характер). Обычно центральные банки следят за динамикой инфляционных ожиданий населения, чтобы своевременно выявить в потребительском поведении изменения, которые могут повлиять на динамику цен. При этом уровень инфляционных ожиданий населения как таковой не является определяющим для достижения цели.

Многие центральные банки, таргетирующие инфляцию, подчеркивают важность закоривания инфляционных ожиданий профессионального сообщества. Профессиональное сообщество более заинтересовано в корректных прогнозах инфляции, обладает необходимыми для этого компетенциями и в конечном счете влияет на финансовые рынки. Инфляционные ожидания профессионального сообщества в России закорены на цели с 2017 года.

При выборе уровня цели по инфляции важно, чтобы он соответствовал «комфортному» уровню в представлении экономических агентов, то есть такому уровню, при котором колебания цен перестают оказывать значимое влияние на экономические решения граждан и бизнеса. Исследования² показывают, что инфляционные ожидания лучше закорены на цели, если цель соответствует восприятию ценовой стабильности экономическими агентами, а ценовую динамику можно охарактеризовать как низкую. В России, как показывают опросы³, инфляция на уровне 4% или ниже соответствует ощущению «комфортного» уровня в восприятии населения и бизнеса. Это означает, что изменение уровня цели по инфляции в будущем возможно только в сторону снижения.

3. Для российской экономики проблема достижения ключевой ставкой эффективной нижней границы (ELB) и нулевой нижней границы (ZLB) в современных условиях не является существенной при выборе уровня цели по инфляции.

Эффективная нижняя граница процентных ставок (Effective Lower Bound, ELB) – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Уровень ELB может варьироваться в зависимости от экономических условий. Ее частным случаем является нулевая нижняя граница процентных ставок (Zero Lower Bound, ZLB).

Ключевая ставка – основной инструмент денежно-кредитной политики. С помощью ключевой ставки центральные банки могут менять степень жесткости/мягкости денежно-кредитных условий. При этом возможности смягчения денежно-кредитных условий с помощью снижения ключевой ставки ограничены ELB. При близости ключевой ставки к ELB дальнейшее смягче-

² См. подробнее [Borio et al. \(2023\)](#).

³ Опрос населения ООО «инФОМ» и мониторинг предприятий, проводимый Банком России.

ние денежно-кредитных условий в ответ на наблюдаемые дезинфляционные или дефляционные тенденции невозможно за счет снижения ключевой ставки. Оно может создавать риски для финансовой стабильности и в случае значимого ухудшения состояния финансового сектора экономики приводить к ужесточению денежно-кредитных условий.

Дезинфляция – снижение темпов роста цен на товары и услуги с высоких значений, уменьшение темпов инфляции.

Дефляция – снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста общего индекса потребительских цен.

В развитых странах уровень ELB близок к нулю⁴. В странах с формирующимися рынками ELB может быть выше нуля из-за меньшего доверия экономических агентов к финансовой системе, нестабильных и повышенных инфляционных ожиданий, а также проблемы валютизации экономики. При этом ELB является ненаблюдаемой переменной, а также не представляется экзогенной и неизменной по времени величиной. То есть по мере накопления доверия, повышения устойчивости экономик стран с формирующимися рынками уровень ELB может снижаться вплоть до околонулевых значений (например, опыт Чили, Польши, Венгрии).

В России минимальный уровень ключевой ставки 4,25% годовых был достигнут в цикле смягчения денежно-кредитной политики в период пандемии коронавируса в 2020 году. Хотя дальнейшего снижения ключевой ставки не потребовалось, оно допускалось профессиональным сообществом. Финансовый сектор в целом демонстрировал устойчивость к кризисным явлениям, в том числе благодаря последовательной девальютизации российской экономики после 2015 года. С учетом того что исторически Россия больше сталкивалась с проинфляционными, чем с дезинфляционными факторами, проблема ELB в контексте выбора уровня цели по инфляции в современных условиях для России не представляется существенной. Оценки также показали ([Глазова А., 2023](#)), что эмпирическая вероятность достижения ставками ZLB в российской экономике в рассматриваемый период времени была крайне низка.

4. Необходимость сохранять специальный запас в уровне цели для предотвращения устойчивой отрицательной динамики цен по широкому кругу товаров и услуг не выявлена.

За прошедший период не наблюдалось выраженных дефляционных тенденций в российской экономике. При этом анализ динамики инфляции в России показал, что при ее снижении отмечается сокращение ценовой дисперсии, или разброса приростов цен на товары и услуги ([Мещеряков А. и др., 2023](#)), то есть вероятность снижения цен по широкому кругу товаров и услуг не обязательно увеличивается со снижением общего уровня инфляции. Кроме того, хотя устойчивое снижение цен по широкому кругу товаров и услуг действительно неблагоприятно для экономики, снижение цен на отдельные товары и услуги неизбежно происходит, отражая объективные процессы: изменение потребительских привычек, появление товаров-заменителей, колебания конъюнктуры, внедрение новых технологий в процесс производства отдельных видов продукции и так далее.

5. Уровень сложности российской экономики не является препятствием для установления более низкой цели по инфляции.

Оценки показали, что фактор сложности экономики не оказывает повышательного влияния на уровень цели по инфляции в России ([Мещеряков А. и др., 2023](#)). При этом по набору структурных особенностей экономики, степени ее отраслевой диверсификации Россия немногим отличается от стран с более низким уровнем цели по инфляции. В перспективе изменения в российской экономике вследствие структурной трансформации могут потребовать дополнительной оценки данного фактора.

⁴ Совпадает с ZLB, которая является частным случаем ELB.

6. Инфляция в странах – торговых партнерах России складывалась ниже 4% (до 2022 года), с ростом доли стран с формирующимися рынками среди торговых партнеров России вероятно сохранение этой тенденции, учитывая их цели по инфляции.

В условиях открытой экономики при принятии решения об уровне цели по инфляции необходимо учитывать уровень инфляции в странах – торговых партнерах. Если инфляция в стране выше, чем в странах – торговых партнерах, то при прочих равных условиях это будет способствовать тенденции к снижению номинального курса (при неизменном реальном курсе). За период таргетирования инфляции (до 2022 года) ее уровень в странах – торговых партнерах России складывался ниже 4%. В результате структурных изменений основными торговыми партнерами России, вероятно, станут страны с формирующимися рынками. В последние годы там наблюдался тренд на снижение целей по инфляции (Бразилия – 3%, Индонезия – 2,5% с 2024 года). Средний уровень целей в странах с формирующимися рынками, которые следуют режиму таргетирования инфляции, менее 4%. Цель по инфляции в Китае – 3%, что также важно учитывать в контексте вероятного роста доли Китая во внешней торговле России в ближайшие годы.

7. Долгосрочные положительные эффекты для российской экономики от более низкого уровня цели могут частично или даже полностью нивелировать краткосрочные издержки.

По оценкам, краткосрочные потери выпуска при переходе к новому уровню цели по инфляции в России оказываются достаточно низкими в сравнении с развитыми странами (еврозона, США, Великобритания) (Глазова А., 2023). Снижение цели по инфляции через фактическое снижение инфляции позволит уменьшить инфляционные ожидания населения и долгосрочные ставки. В свою очередь это будет способствовать росту доступности заемного финансирования, в том числе финансирования долгосрочных инвестиций.

Несмотря на наличие пространства для снижения в будущем цели по инфляции, в настоящее время при принятии решения необходимо учитывать сохраняющуюся повышенную неопределенность развития ситуации в российской и мировой экономике. Реализация рисков глобального кризиса или усиление геополитической напряженности могут увеличить инфляционное давление в ближайшие годы. Дополнительные риски для России с точки зрения динамики инфляции могут быть связаны со структурной перестройкой экономики. В частности, могут потребоваться более значительные изменения относительных цен, а также смещение сроков нормализации бюджетной политики из-за ситуации в экономике. Реализация указанных рисков создаст трудности для обеспечения соответствия фактической инфляции новому уровню цели, потребует больших издержек со стороны экономики. При этом, как показывает анализ мирового опыта (Кузьмина З. и др., 2023), успешность снижения цели по инфляции будет во многом зависеть от заблаговременного информирования общества о новом уровне цели, последовательности денежно-кредитной политики и координации действий с Правительством РФ. Это означает, что в случае принятия соответствующего решения необходимо за несколько лет до перехода объявить новый уровень цели, обсудить вопрос перехода с Правительством РФ, в том числе в части регулируемых тарифов, администрируемых цен и адаптации законодательства. Поэтому оправдан дополнительный анализ и обсуждение сроков возможного снижения цели по инфляции.

Тип цели по инфляции

Среди типов цели по инфляции, встречающихся в международной практике, можно выделить следующие:

- *точка* (например, вблизи 4%, 4%, около 4%): тип цели, при котором центральный банк стремится удерживать инфляцию на некотором уровне / вблизи некоторого выбранного уровня;

- *целевой диапазон* (например, 3–4, 2–6%): тип цели, при котором центральный банк в общем приближении определяет множество равнозначных значений инфляции, каждое из которых может считаться соответствующим цели;
- *точка с диапазоном допустимых отклонений* (например, 4% ± 1 п.п.): тип цели, при котором центральный банк таргетирует точку, но также количественно определяет те значения инфляции вокруг точки, которые он, как правило, не считает отклонением от цели, подчеркивая в том числе естественность колебаний инфляции.

При выборе типа цели по инфляции можно руководствоваться следующими критериями его оптимальности. Во-первых, тип цели должен укреплять доверие в обществе и способствовать заякориванию инфляционных ожиданий. Во-вторых, он должен давать гибкость денежно-кредитной политике, не требуя реакции на все колебания цен и позволяя стабилизировать экономику в случае реализации шоков. Анализ международной практики показывает, что нет однозначных аргументов или исследований, свидетельствующих в пользу выбора того или иного типа цели по инфляции ([Магжанов Т., Мещеряков А., 2023](#)). Но на практике представители центральных банков склонны считать, что тип цели в виде точки лучше справляется с заякориванием инфляционных ожиданий, поскольку точка дает наиболее четкий и понятный сигнал для общества. При этом точка с диапазоном – наиболее распространенный формат в мире. Плюсом формата точки с диапазоном может быть более понятный количественный критерий нахождения инфляции на цели.

Переходя к таргетированию инфляции, Банк России выбрал тип цели по инфляции в виде точки⁵. В условиях сохранения повышенных инфляционных ожиданий, их высокой чувствительности к колебаниям цен на отдельные товары важно было выбрать такой тип цели по инфляции, который давал бы наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики. Банк России указывал, что точка является оптимальным форматом цели для решения этой задачи. Банк России отмечал, что при выборе точки с диапазоном допустимых отклонений и диапазона в качестве форматов цели сохранялся риск восприятия верхней границы диапазона в качестве компромиссной цели, привязки инфляционных ожиданий к верхней границе. Это было особенно актуально для России, учитывая отсутствие долгосрочного опыта поддержания инфляции на низком уровне и несформированное доверие к денежно-кредитной политике. Кроме того, выход инфляции за пределы диапазона допустимых отклонений мог вызывать ожидание обязательных действий со стороны Банка России. В то же время выход инфляции за границы мог бы происходить из-за краткосрочных факторов, без возникновения вторичных эффектов, что не требовало реакции денежно-кредитной политики.

Несмотря на накопленный опыт таргетирования инфляции, определенные успехи в укреплении доверия к проводимой денежно-кредитной политике, приведенные ранее Банком России аргументы в пользу точки как формата цели по инфляции остаются актуальными. Кроме того, анализ показывает, что в условиях роста волатильности инфляции и неопределенности переход от точки к типу цели с диапазоном нецелесообразен ([Магжанов Т., Мещеряков А., 2023](#)), поскольку может создать риски для доверия. При незаякоренных инфляционных ожиданиях введение диапазона может быть воспринято как введение «компромиссных» целей. Тип цели с диапазоном может также снижать дисциплину бюджетной политики.

В то же время в точечном формате решить проблему недостаточной определенности пространства значений инфляции вокруг точки, соответствующих цели, потенциально может формализация гибкого критерия отклонения инфляции от цели, включающего как размер, так и продолжительность допустимого отклонения. Наличие такого критерия для России может немного уменьшить гибкость денежно-кредитной политики, но одновременно несколько улучшить понимание обществом решений по денежно-кредитной политике.

⁵ Подробнее см. Приложение 12 ОНДКП 2018–2020.

Показатель, используемый для таргетирования инфляции

Цель по инфляции Банка России установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Темп прироста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ). ИПЦ рассчитывается Росстатом.

Анализ показывает, что выбор ИПЦ в качестве показателя для таргетирования инфляции соответствует общепринятой практике центральных банков ([Кузьмина З. и др., 2023](#)). ИПЦ – наилучший из возможных (хотя и не идеальный) показатель. Он в наибольшей степени соответствует основным критериям, указывающим на формирование доверия к показателю:

- с понятной и прозрачной для широкой общественности методологией расчета;
- релевантный при принятии решений о потреблении, сбережении, инвестировании;
- надежный, не вызывающий сомнений с точки зрения точности расчетов на всех этапах;
- рассчитываемый независимым от центрального банка институтом;
- оперативно публикуемый;
- с низкой вероятностью последующего пересмотра;
- с длинной историей расчета;
- соответствующий общепринятым международным стандартам.

Альтернативные индикаторы, которые теоретически могут использоваться в качестве показателей для таргетирования инфляции, в меньшей степени соответствуют обозначенным критериям. К таким индикаторам относятся, например, темп роста номинальных заработных плат, дефлятор ВВП, базовый ИПЦ.

При этом недостатком ИПЦ является его волатильность и чувствительность к влиянию разовых факторов. Данный показатель несколько «зашумляет» оценку устойчивого инфляционного давления в экономике. В то же время при принятии решений по денежно-кредитной политике необходимо понимать, являются ли наблюдаемые тенденции в динамике инфляции устойчивыми. Если динамика инфляции обусловлена действием разовых факторов, влияние которых исчерпывается на коротком горизонте, то реакции денежно-кредитной политики на колебания цен может не требоваться. Поэтому на практике центральные банки, в том числе и Банк России, при анализе для выработки решения по ключевой ставке используют дополнительные ценовые показатели, отражающие устойчивое ценовое давление⁶.

Направлением для дальнейшего улучшения практики Банка России может быть регулярное использование, наряду с ИПЦ, показателей устойчивой инфляции в коммуникации. В частности, Банк России может определить более узкий, постоянный круг индикаторов, который будет регулярно комментироваться во всех основных информационных продуктах Банка России (в том числе в пресс-релизе по ключевой ставке, заявлениях Председателя Банка России, Докладе о денежно-кредитной политике).

Описание горизонта достижения цели

Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% постоянно. Это отражает максимальную нацеленность Банка России на обеспечение ценовой стабильности и достижение целевого уровня инфляции, что благоприятно для повышения доверия к проводимой денежно-кредитной политике. При этом «постоянно» не означает, что в случае отклонения инфляции от цели Банк России мерами денежно-кредитной политики будет пытаться вернуть ее к целевому уровню в рекордные сроки без учета причин отклонений и последствий своих решений. При принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывает длительность действия

⁶ Более подробно о показателях инфляции, используемых Банком России, см. Приложение 3 ОНДКП 2021–2023, Приложение 2 ОНДКП 2022–2024, Приложение 2 ОНДКП 2023–2025.

факторов, вызвавших отклонение инфляции от цели, и анализирует возможную продолжительность отклонения. Скорость возвращения инфляции к цели выбирается Банком России также с учетом влияния изменения ключевой ставки на экономику и финансовый сектор.

В международной практике более распространена формулировка о достижении цели в среднесрочный период. Такая формулировка наилучшим образом отражает невозможность повлиять на инфляцию в краткосрочный период мерами денежно-кредитной политики. В то же время ее недостатком может быть восприятие цели по инфляции как чего-то недостижимого, постоянно отодвигаемого в будущее, что может неблагоприятно отразиться на доверии к денежно-кредитной политике.

Менее распространенными, но используемыми являются формулировки «постоянно», «с течением времени», «на горизонте влияния денежно-кредитной политики», «на заданном горизонте», «большую часть времени», «как можно раньше».

Формулировка «постоянно», которую использует Банк России, в связке с уровнем и типом цели может восприниматься как избыточно жесткое обязательство без дополнительных пояснений. При этом любое изменение формулировки горизонта должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Это важно в том числе с учетом незаякоренности инфляционных ожиданий населения и бизнеса в России.

Вопросы для обсуждения:

1. Считаете ли вы целесообразным изменение уровня цели по инфляции в будущем (на горизонте более 3 лет)?
2. Какой уровень инфляции кажется вам приемлемым?
3. Поддерживаете ли вы сохранение точечного формата цели по инфляции?
4. Поддерживаете ли вы сохранение ИПЦ в качестве таргетируемого показателя инфляции?
5. Целесообразно ли Банку России выбрать для регулярной коммуникации круг показателей устойчивой инфляции дополнительно к ИПЦ?