



Банк России

INVESTFUNDS FORUM XIII

Кирилл Тремасов
Директор Департамента
Денежно-кредитной политики
Банка России

20 мая 2022 г.





Новые условия для российской экономики – что это значит для ДКП сейчас?

Изменение трансмиссионного механизма

- Процентный канал продолжает работать, но может требоваться более сильная реакция ДКП
- Валютный канал стал менее значим
- ДКП продолжает влиять на курс, но с удлинённым лагом

Повышенная неопределенность внешних условий

- В динамике внешнеторговых потоков возможны upside и downside риски
- Доверительные интервалы прогноза шире обычных

Масштабная структурная перестройка экономики

- Структурная перестройка приводит к изменению относительных цен
- Избыточно жесткая ДКП может воспрепятствовать наращиванию нового производства, а слишком мягкая – усилить проинфляционные тенденции



Изменение трансмиссионного механизма ДКП

- Санкционные ограничения в отношении Банка России и крупных российских банков привели к необходимости введения режима контроля за потоками капитала.
- **Контроль за потоками капитала – это инструмент финансовой стабильности (а не ДКП и не управления курсом).**
- **Роль внешних факторов снизилась до условий внешней торговли, теперь основное – это состояние торгового баланса.**
- **Усилилась зависимость валютного курса от торговых потоков и цен на нефть.**
- **Значимость валютного канала снизилась – влияние ДКП на курс стало более длинным и опосредованным:**
 - **раньше: решение по ставке → финансовые инструменты и курс**
 - **теперь: решение по ставке → ставки на кредит → спрос → импорт → курс**
- **Курс рубля по-прежнему остается плавающим, но может быть более волатильным - финансовый счет не сглаживает сезонные колебания, бюджетное правило не сглаживает колебания, связанные с ценой на нефть.**

Иллюстрация 1: шок нашей ДКП в размере +1 п.п. к номинальной ставке МБК

1. Курс заметно меньше реагирует как на первичное повышение ставки, так и на последующее снижение.
2. После снижения ставки быстрого смягчения не происходит – инфляция остается на пониженном уровне дольше (за счет более крепкого курса).
3. Необходимо более сильное последующее смягчение – динамика ставки может стать более волатильной.

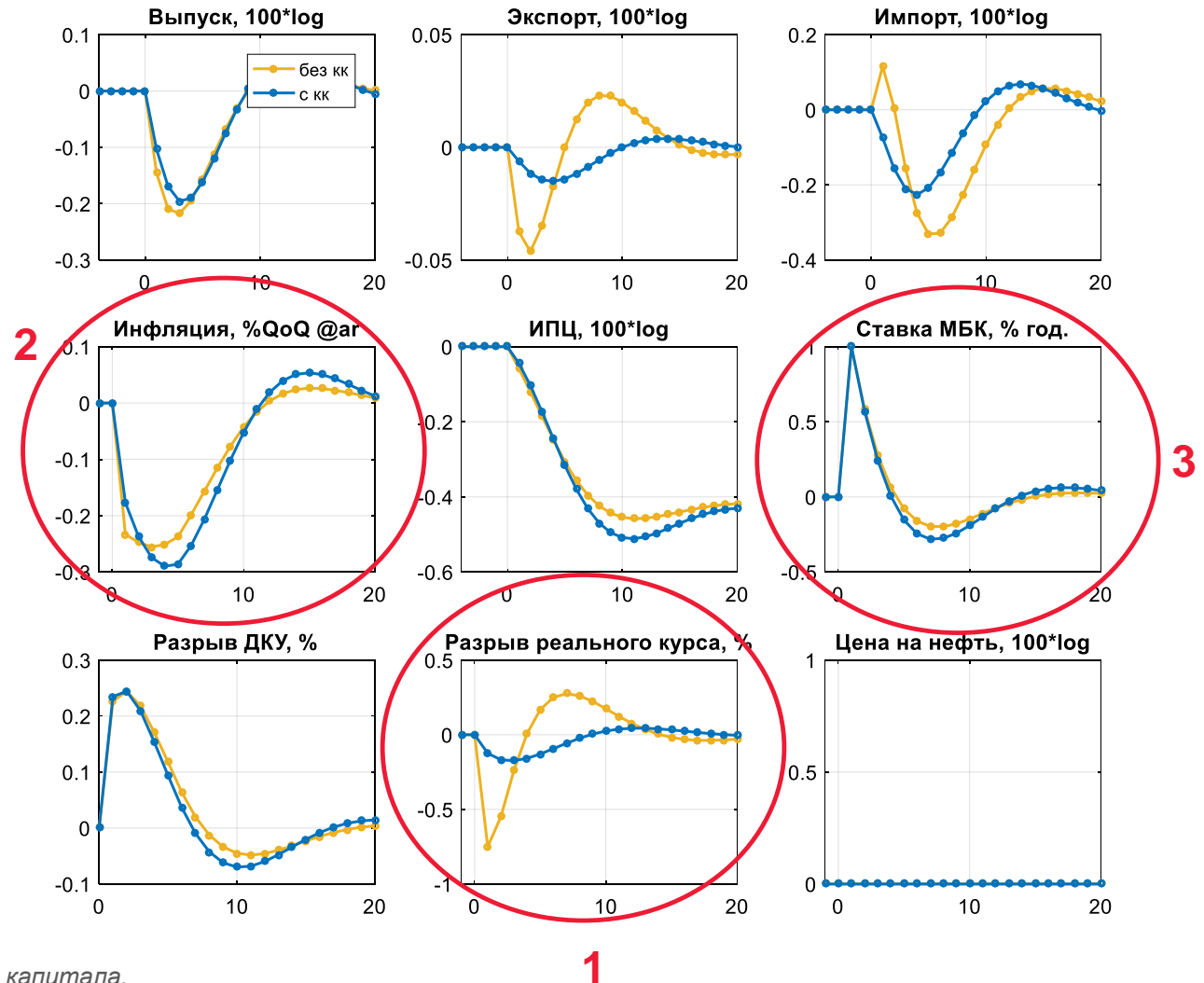


Иллюстрация 2: шок внешней ДКП +1 п.п. к внешней номинальной ставке

1. Реакция нашей экономики ограничивается реакцией экспорта на более низкий внешний спрос.
2. Ранее происходило значимое ослабление курса и дальнейший перенос в цены; нужно было бы реагировать нашей ДКП.
3. В новых условиях курс существенно не реагирует на шок внешней ДКП, поэтому реакции нашей ДКП может не потребоваться.

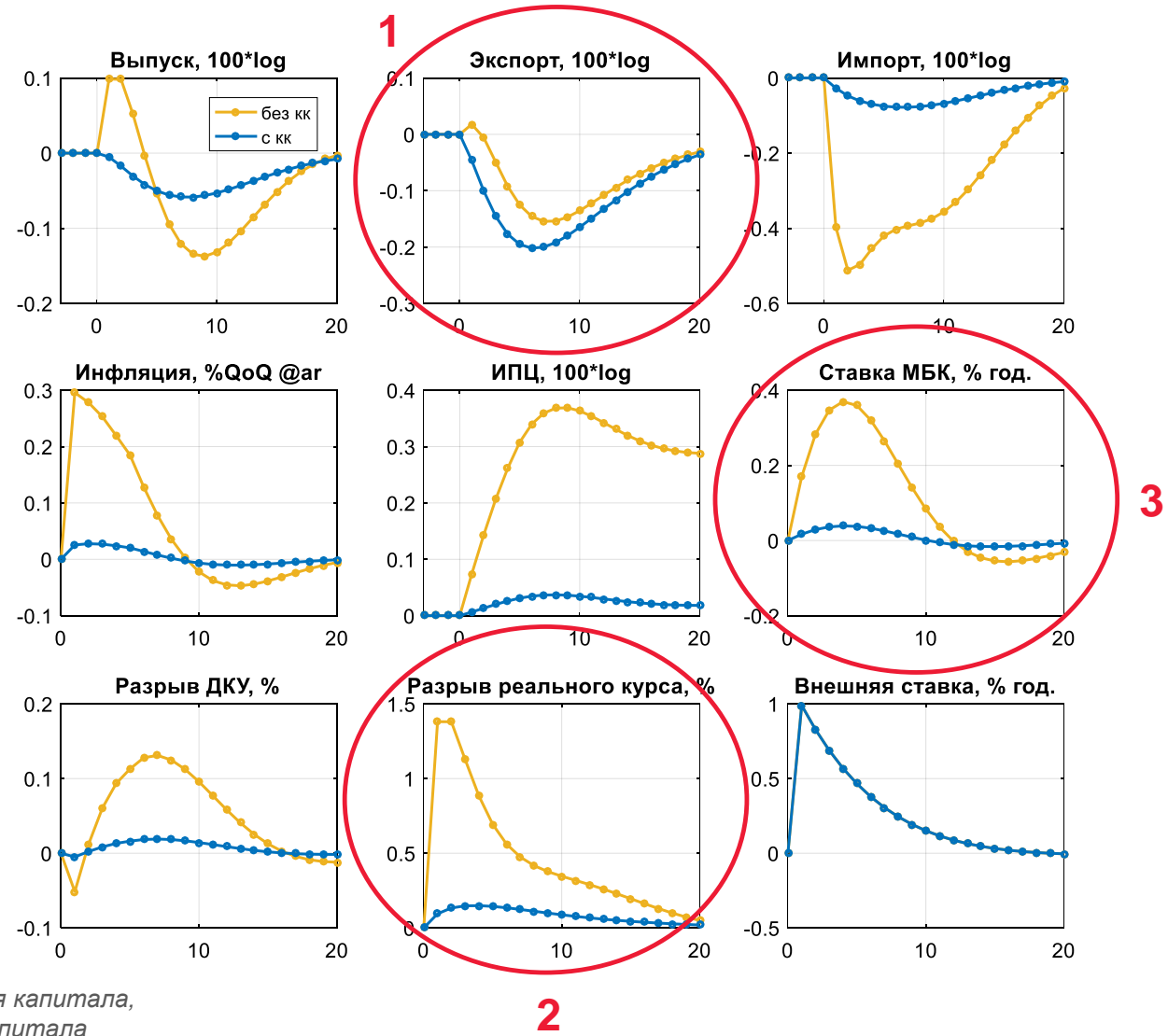




Иллюстрация 3: шок спроса в размере +1 п.п. к отклонению внутреннего спроса от потенциала

1. Шок внутреннего спроса приводит к

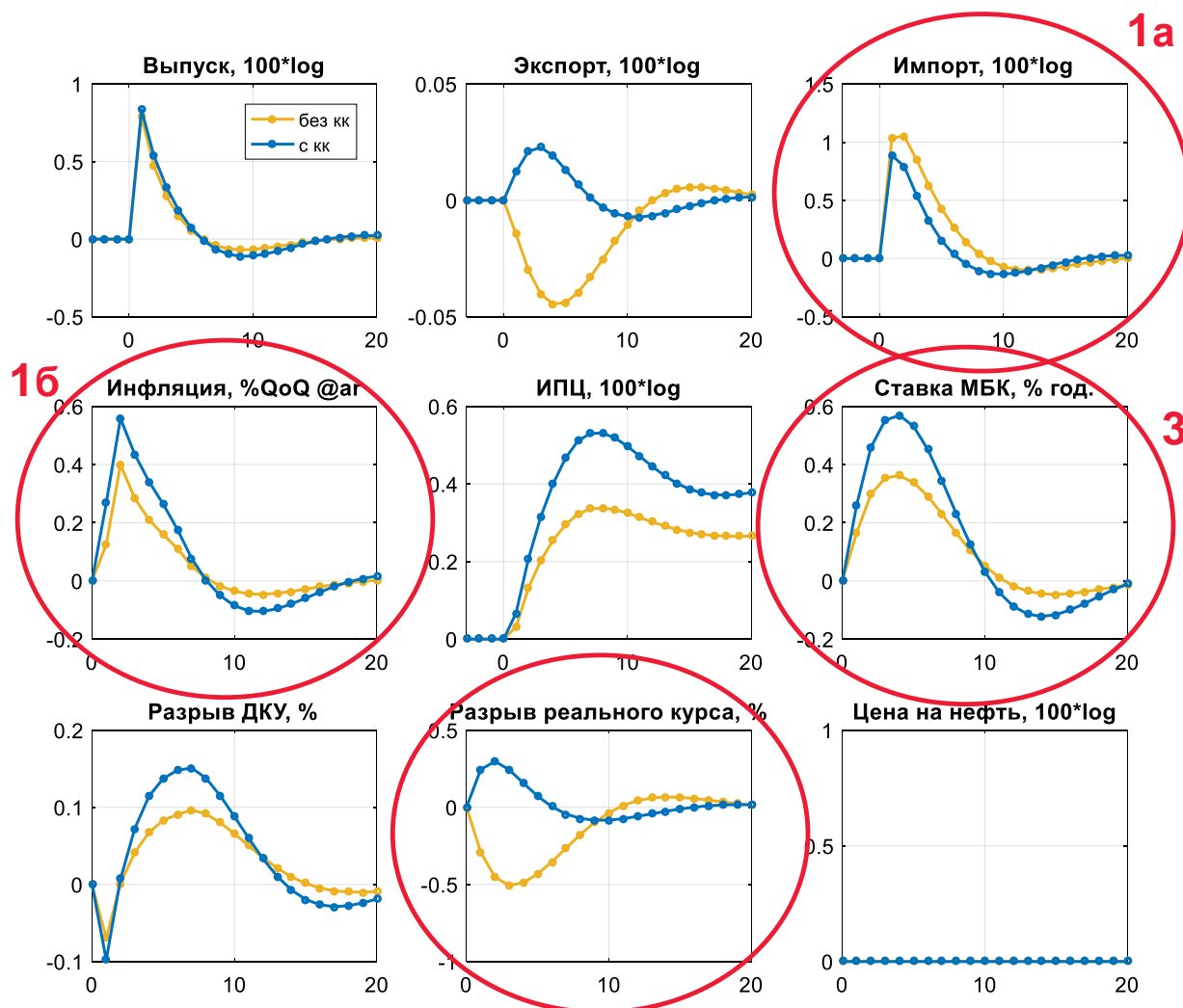
а) росту спроса на импорт, видим ослабление курса;

б) росту инфляции, необходимо ужесточить ДКП.

2. Повышение ставки не приводит к мгновенному укреплению реального курса как было раньше (нет связи через финансовые инструменты) – курс еще некоторое время остается вблизи уровня, сформированного импортом.

3. Может потребоваться более существенное, чем раньше, повышение ставки в ответ на шок спроса.

Инфляция может быть выше, чем в прежних условиях.



без КК — прежняя версия модели без контроля капитала,

с КК — новая версия модели с контролем капитала



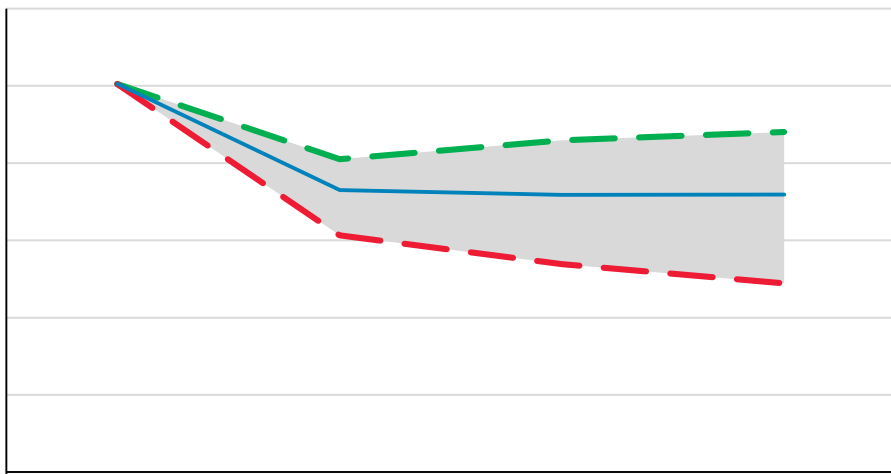
Повышенная неопределенность внешних условий



Широкие доверительные интервалы прогнозов

Что будет с внешней торговлей? Стилизованная иллюстрация

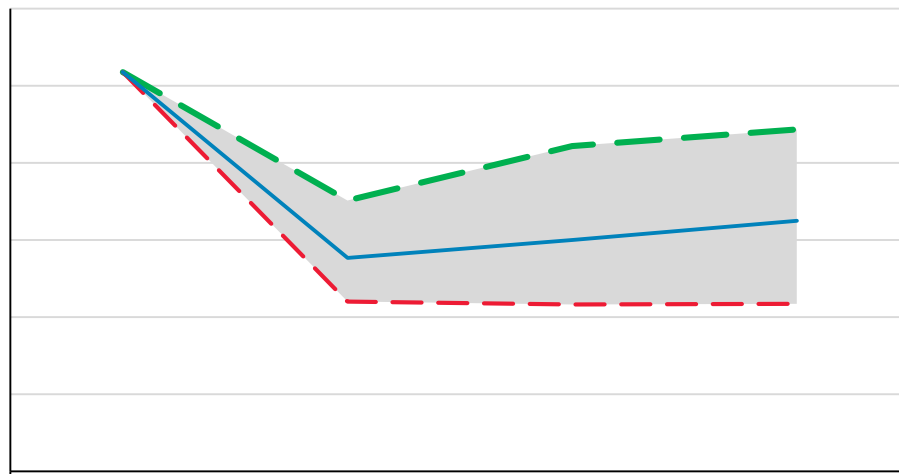
Экспорт



Upside риски: новые рынки сбыта, новые компромиссные решения

Downside риски: усиление внешнеторговых ограничений, сокращение мирового спроса (замедление экономической активности и/или интенсификация повестки энергоперехода и др.)

Импорт



Upside риски: быстрое появление новых логистических цепочек и альтернативных поставщиков, быстрая адаптация потребительских предпочтений

Downside риски: усиление формальных проблем с платежами и логистикой, неформальные ограничения на поставки в Россию

Дисклеймер: представленные траектории являются иллюстративными. Набор сценариев, отражающих прогнозные расчеты Банка России, будет представлен в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и на период 2024 и 2025 годов.



Структурная перестройка экономики – что это значит для инфляции?

- Обычно предполагается, что
 - цены в экономике жесткие (=> относительно редкие пересмотры прейскуранта)
 - изменение относительных цен касается ограниченного набора товаров и услуг и не влияет на общий уровень цен в экономике
- **Наблюдаемый шок предложения и последующая масштабная трансформация означают, что**
 - бизнесу придется решать задачи определения нового ассортимента и его ценовой политики, искать новых поставщиков промежуточной продукции и/или предпринимать шаги по развитию собственного производства комплектующих
 - **степень жесткости цен становится заметно меньше** (например, в марте 2022 цены на некоторые позиции менялись почти ежедневно)
 - **относительные цены меняются по широкому кругу товаров и услуг** и в совокупности могут влиять на ценовую динамику

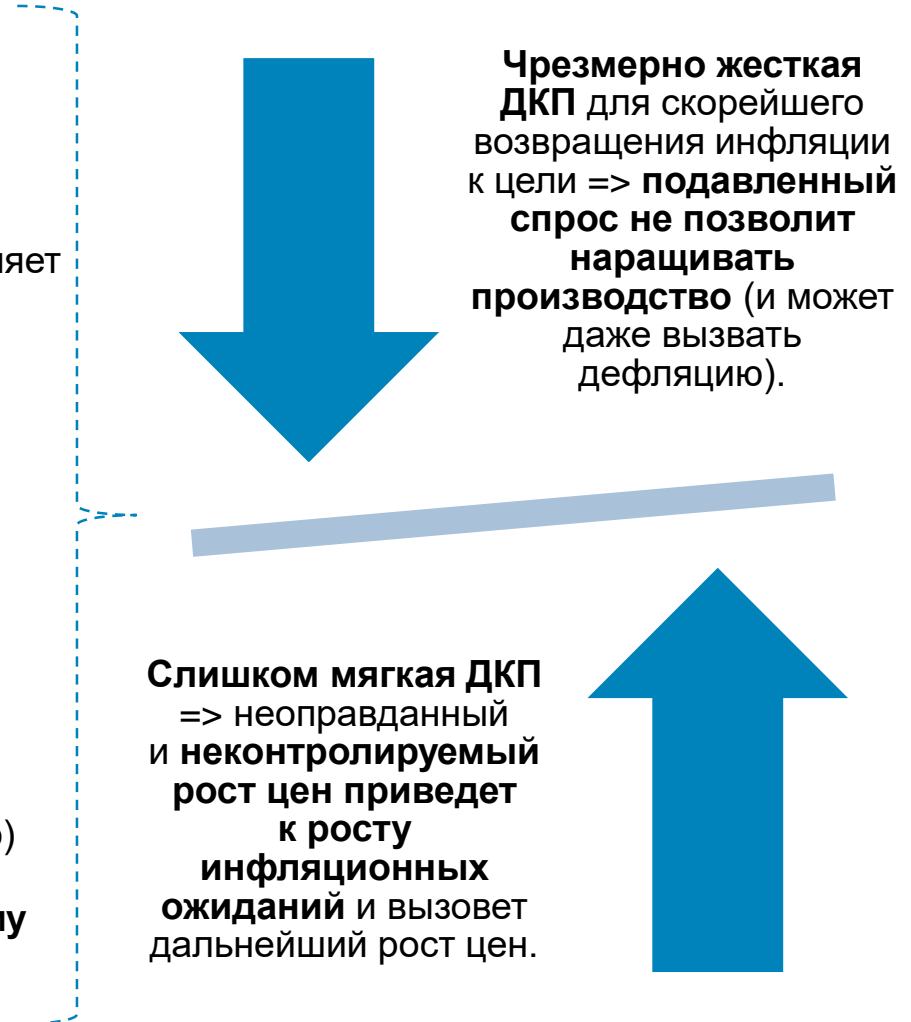
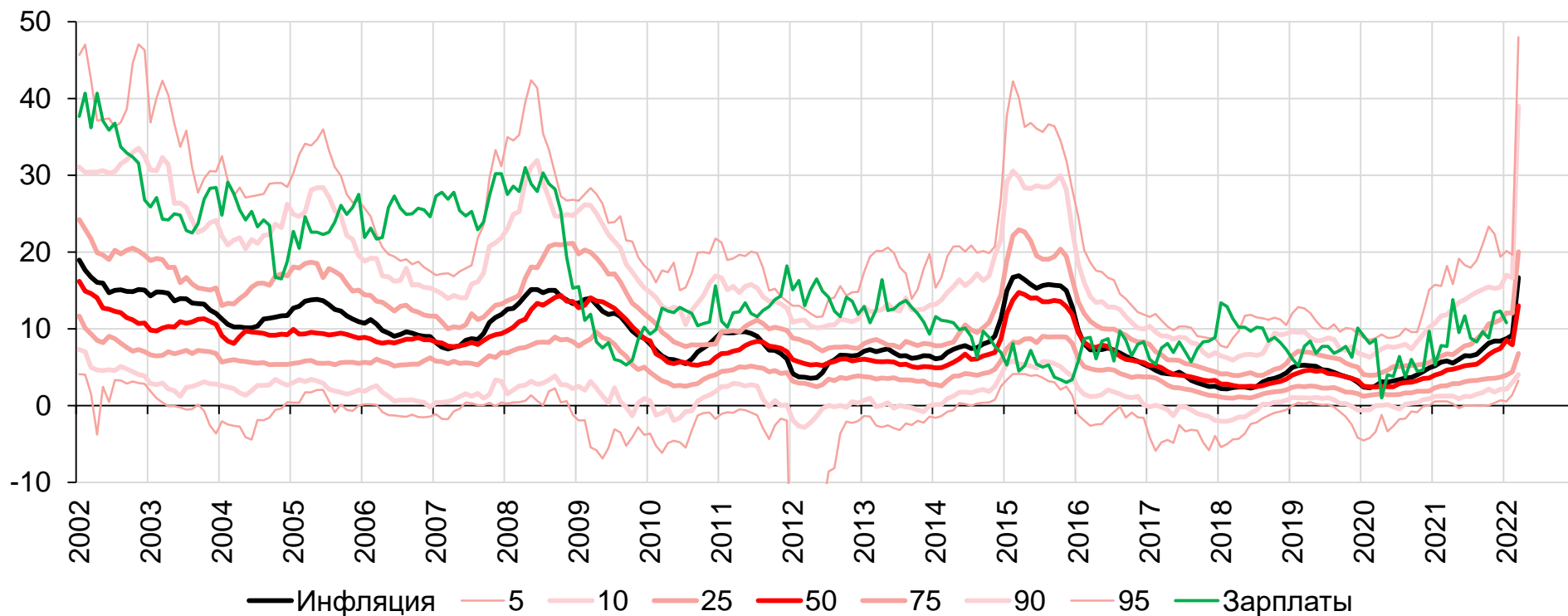




Иллюстрация: инфляция и распределение приростов цен

В марте 2022 г. повышение инфляции произошло в значительной мере за счет роста цен в определенных сегментах потребительского рынка – с высокой долей импорта и там, где возник ажиотажный спрос. Увеличилась доля товаров с темпами роста цен, достигшими многолетних максимумов.



Эффективная структурная перестройка экономики возможна только в условиях замедляющейся инфляции

- Учитываем необходимость адаптации экономики при принятии решений по ДКП – **инфляция будет замедляться постепенно и по итогам 2023 г. еще будет выше цели.**
- Ценовая стабильность остается безусловным приоритетом Банка России, инфляция вблизи 4% - целевым ориентиром.**

Принимаем решения исходя из требуемой степени жесткости для возвращения инфляции к цели.

	2021 (факт)	2022	2023	2024
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	8,4	18,0-23,0	5,0-7,0	4,0

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

