



Банк России

ОБ ИТОГАХ ОБЗОРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ

Кирилл Тремасов,
Директор Департамента ДКП Банка России

Сентябрь 2023





В 2021–2023 годах Банк России провел Обзор денежно-кредитной политики (ДКП) с анализом опыта первых лет таргетирования инфляции.

Обзор состоял из шести тематических блоков со следующими задачами:



Блок 1: Формат цели по инфляции

- Анализ соответствия цели по инфляции «вблизи 4%» текущим условиям проведения ДКП в России.
- Оценка предпосылок для снижения уровня цели по инфляции.
- Оценка различных способов формулировки цели по инфляции и определение наиболее подходящего целевого показателя.
- Анализ альтернативных стратегий реализации ДКП, направленных на поддержание ценовой стабильности.



Блок 2: Операционная процедура ДКП

- Анализ эффективности действующей операционной процедуры ДКП Банка России и направлений ее дальнейшего развития.
- Оценка соответствия действующей операционной цели ДКП текущим условиям проведения ДКП в России.
- Анализ видов операционных процедур ДКП, оценка оптимальной ширины процентного коридора.



Блок 3: Ретроспективная оценка оптимальности ДКП

- Исследование своевременности реакции ДКП на реализовавшиеся шоки, создавшие угрозу для ценовой стабильности.
- Сравнение проводившейся ДКП с альтернативными стратегиями принятия решений.
- Оценка влияния ограниченной полноты данных и лага публикации статистики на оптимальность принимавшихся решений, оценка точности макроэкономического прогнозирования.
- Определение влияния введения бюджетного правила на колебания основных макроэкономических показателей российской экономики.



Блок 4: Коммуникация как инструмент ДКП

- Оценка предсказуемости решений по ДКП и критериев такой оценки.
- Определение набора ключевых факторов, влияющих на предсказуемость решений по ДКП.
- Оценка степени понятности текущей коммуникации Банка России основным целевым аудиториям, в том числе в кризисные периоды.
- Определение оптимальных параметров для коммуникации Банка России – выбора целевых аудиторий, каналов раскрытия информации для них и языка коммуникации.



Блок 5: ДКП и финансовая стабильность

- Систематизация мирового опыта взаимодействия ДКП и политики по обеспечению финансовой стабильности.
- Анализ российского опыта проведения ДКП в рамках режима ИТ в периоды формирования и реализации системных рисков, а также последующего восстановления экономики и адаптации финансовой системы.
- Оценка направлений совершенствования подходов Банка России к взаимодействию ДКП и политики по обеспечению финансовой стабильности в условиях структурной перестройки экономики.



Блок 6: Новые вызовы для ДКП

- Анализ влияния наиболее значимых среднесрочных и долгосрочных вызовов на условия реализации ДКП в России:
 - структурной трансформации российской экономики;
 - эволюции финансовой архитектуры;
 - декарбонизации и глобального потепления;
 - демографических изменений;
 - проблемы неравенства.



Ключевые выводы исследований опубликованы в Докладе для общественных консультаций и учтены при подготовке проекта Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов (ОНЕГДКП).



Цель по инфляции – вблизи 4%, но может быть снижена в будущем

- К концу 2021 года сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем. После стабилизации инфляции вблизи 4% и снижения общей экономической неопределенности Банк России оценит целесообразность и возможные сроки снижения уровня цели по инфляции.



Эффективность коммуникации по ДКП заметно выросла

- Банк России продолжит развивать коммуникацию. Планируется расширить круг публикуемых показателей прогноза, опубликовать код прогнозных моделей, раскрывать больше деталей обсуждения решений по ключевой ставке, улучшать коммуникацию с широкой аудиторией и повышать финансовую грамотность.



Операционная процедура ДКП эффективна и Банк России продолжает ее совершенствовать

- С 16 октября 2023 года Банк России трансформирует стандартный механизм предоставления ликвидности банковскому сектору в основной и дополнительный механизмы.



В обычных условиях инструменты ДКП и политики финансовой стабильности применяются отдельно

- Однако при существенном росте рисков для финансовой стабильности Банк России может использовать инструменты ДКП для купирования этих рисков. Такой подход продемонстрировал эффективность на практике.



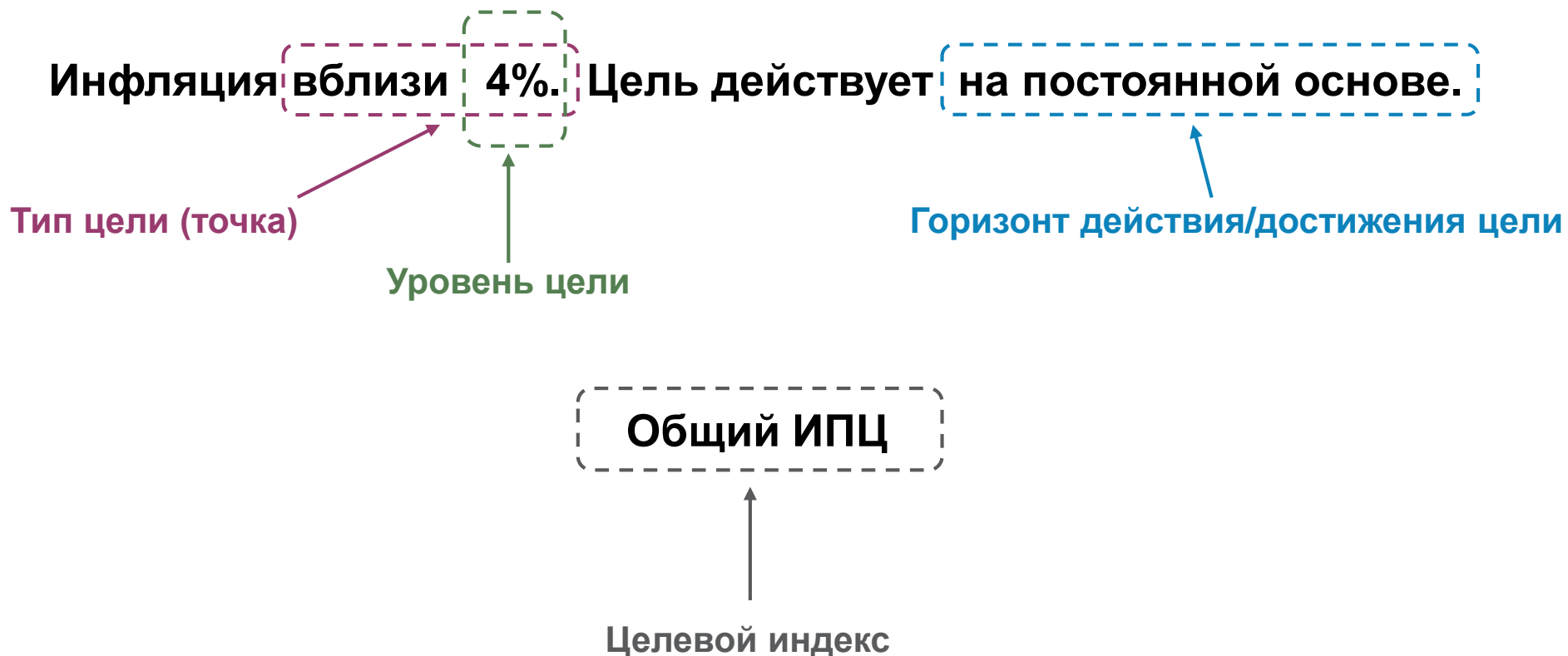
ДКП в 2015–2021 годах была близка к оптимальной

- В сочетании с бюджетным правилом она способствовала снижению волатильности выпуска и инфляции, и, как следствие, увеличивала общественное благосостояние.



Структурные изменения в мировой и российской экономике формируют набор новых вызовов

- При этом стратегия таргетирования инфляции позволяет справляться с различными шоками и создавать условия для поступательного развития экономики.



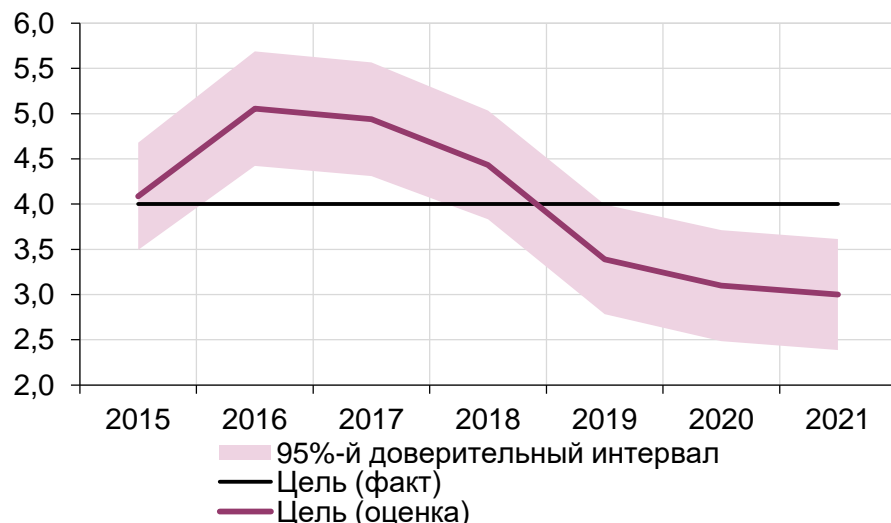


Аспект формата цели	Выводы
Уровень	<ul style="list-style-type: none">▪ К концу 2021 года сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем.▪ Более низкая цель благоприятна для развития финансового рынка и института «длинных» денег в экономике, снижения волатильности выпуска, повышения заякоренности инфляционных ожиданий, стабильности государственных финансов, роста реальных доходов граждан.
Тип	<ul style="list-style-type: none">▪ Типы цели с диапазоном не демонстрируют однозначных преимуществ с точки зрения эффективности заякоривания инфляционных ожиданий.▪ Высокая степень открытости Банка России при проведении ДКП позволяет и дальше использовать точку, давая чёткий и понятный номинальный якорь для общества.
Целевой индекс	<ul style="list-style-type: none">▪ Общий ИПЦ – наилучший показатель для таргетирования инфляции из возможных.▪ Целесообразно расширение использования набора устойчивых показателей в коммуникации.
Горизонт действия	<ul style="list-style-type: none">▪ Указание на постоянство действия цели отдельно от уровня и типа цели.



- К концу 2021 года сложились **предпосылки для снижения уровня цели по инфляции** в будущем. Это подтвердили модельные оценки и анализ факторов выбора уровня цели. Однако вопрос требует дополнительного обсуждения и анализа возможных сроков с учётом шоков 2022 года.

Ретроспективная оценка уровня цели по инфляции в России, %



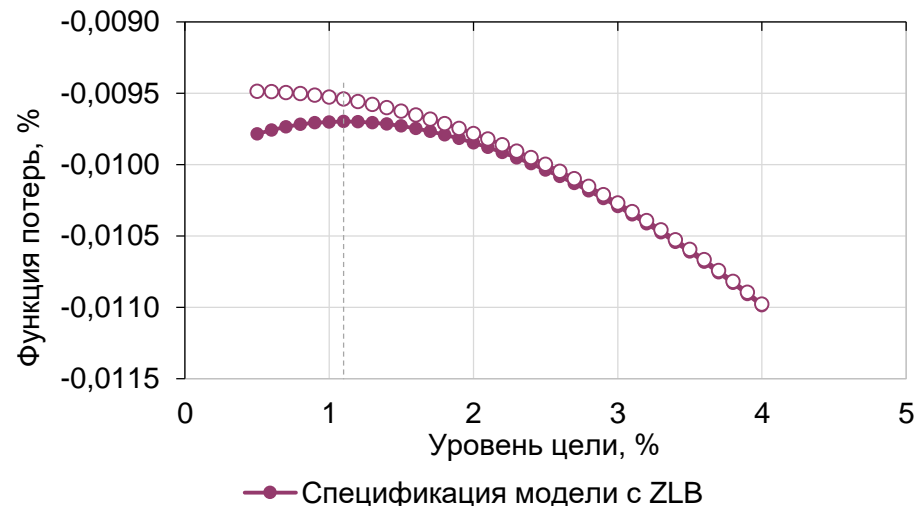
Источник: расчеты авторов работы Мещеряков, Сухомлинов, Глазова (2023).

В пользу возможного снижения цели в России говорит:

- «Зрелость» ИТ, укрепившееся доверие к Банку России.
- Фактическое общее снижение инфляции за период ИТ.
- Соответствие России другим СФР с более высоким уровнем макроэкономической устойчивости и продолжительным опытом ИТ.
- Понижательный фиксированный страновой эффект для России в оценке панели.

Кредитный рейтинг страны не препятствует снижению цели.

Оценки функции общественных потерь при разных уровнях цели по инфляции для России



ZLB – Zero Lower Bound, или нулевое ограничение на номинальную ставку процента.

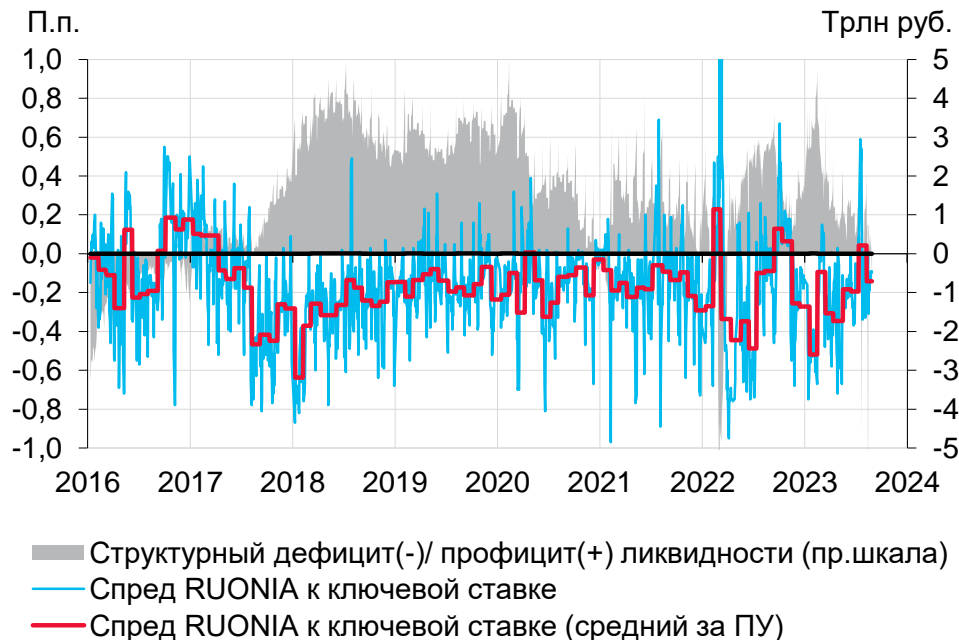
Аргументы против слишком низких уровней цели в мире:

- Все таргетируемые индексы имеют склонность завышать фактической инфляции.
- Положительная инфляция позволяет экономике лучше абсорбировать шоки в условиях номинальных жесткостей, особенно на рынке труда. Колебания выпуска – меньше.
- Не возникает проблемы ELB, а в развитых странах – ZLB как ее частного случая. Из-за этого нет рисков дефляции.

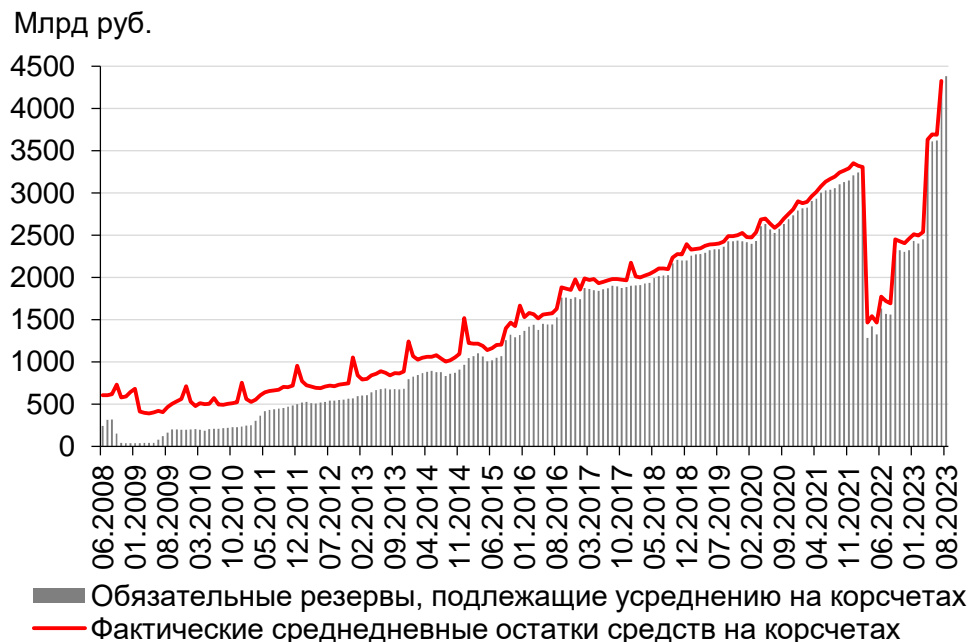


- Операционная процедура позволяет Банку России контролировать ставки денежного рынка при **любой ситуации с ликвидностью**.
- RUONIA - оптимальный операционный ориентир. Банк России, регулируя уровень ликвидности банков, напрямую влияет на ее уровень. При этом RUONIA влияет на остальные ставки в экономике, что обеспечивает трансмиссию сигнала ДКП.
- Обязательные резервы формируют предсказуемый спрос банков на ликвидность и ограничивают волатильность процентных ставок.
- Операционная процедура ДКП **соответствует лучшим мировым практикам** и условиям, в которых Банк России реализует ДКП. Тем не менее Банк России продолжает совершенствовать свою операционную процедуру.

Спред RUONIA к ключевой ставке остается приемлемым в т.ч. в условиях стресса



Объем обязательных резервов является достаточным





Банк России достиг значимых успехов в коммуникации с профессиональным сообществом

- Инфляционные ожидания аналитиков на два года вперед закорены с весны 2017 года.

Ожидания аналитиков и прогноз инфляции
Банка России на два года вперед, %



По горизонтальной оси приведены даты публикации прогнозов. Источник прогнозов аналитиков до июля 2021 года – консенсус Bloomberg, после – макроэкономический опрос Банка России.

Источники: Bloomberg, Банк России.

- С 2020 года рынки правильно воспринимают вербальные интервенции Банка России. Они помогли стабилизировать рынки в 2015, 2020 и 2022 годах.
- Стабилизации рынков в периоды повышенной волатильности также помогали направленный сигнал о будущих решениях и коммуникация о приверженности цели.
- Прозрачность коммуникации Банка России увеличивалась весь период ИТ и находится выше среднего в мире.
- Ясность коммуникации Банка России (пресс-релизов по ключевой ставке и Заявлений Председателя) выше, чем в среднем в зарубежных центральных банках, таргетирующих инфляцию.



Для дальнейшего улучшения коммуникации Банк России планирует:

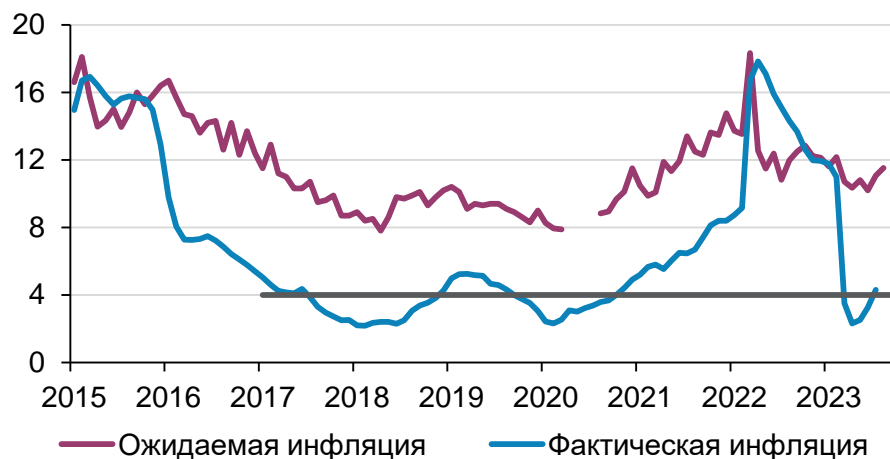
- Расширить круг публикуемых показателей макроэкономического прогноза.
- Опубликовать код используемых прогнозных моделей.
- Раскрывать детали обсуждения решений по ключевой ставке, в том числе в части альтернативных решений и аргументов в их пользу.
- Разработать и использовать постоянный набор показателей устойчивой инфляции для регулярной коммуникации.



В коммуникации с широкой аудиторией остается пространство для дальнейшего улучшения

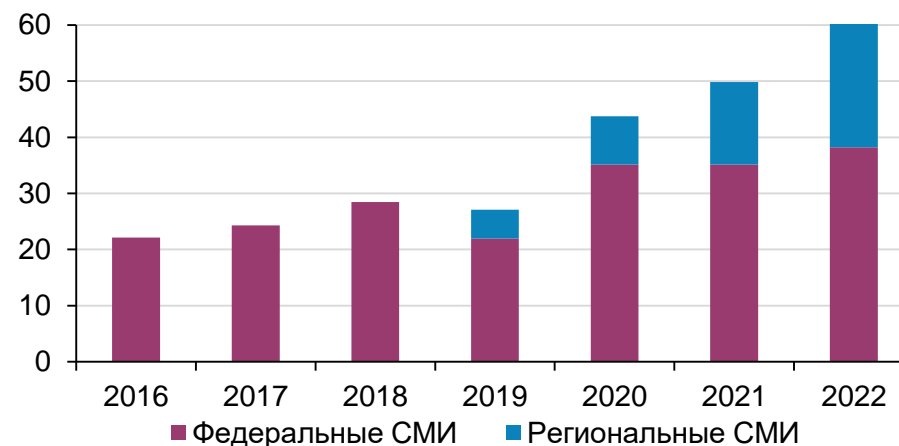
- Инфляционные ожидания населения остаются повышенными и незаякоренными.
- Это может быть связано как с адаптивностью ожиданий, так и с особенностями реакции населения на новостной фон (особенно на негативные новости).

Фактическая и ожидаемая населением инфляция, %



- Линейка инструментов коммуникации соответствует лучшим мировым практикам. Банк России активно внедряет новые форматы общения с широкой аудиторией. Расширяется коммуникация в регионах.
- Интерес СМИ к денежно-кредитной политике продолжает расти с начала ИТ.

Цитируемость материалов Банка России по денежно-кредитной политике в СМИ, тыс. упоминаний



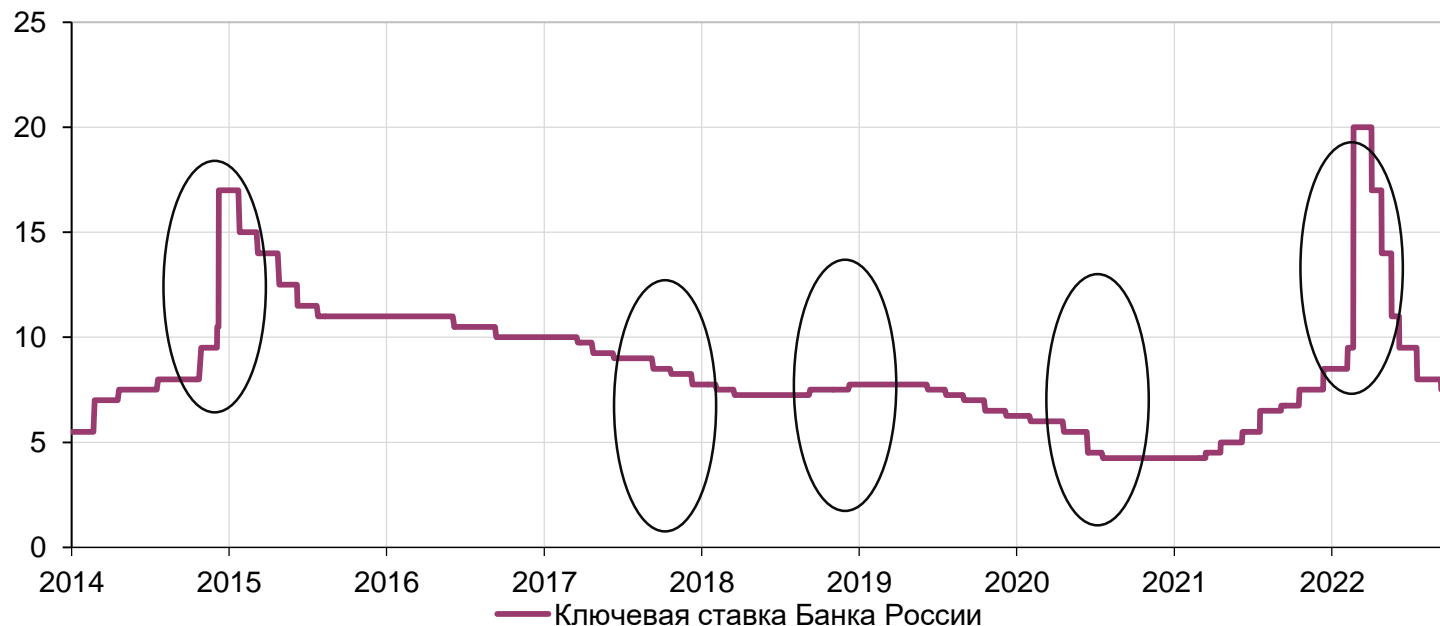
С учетом выводов Обзора Банк России планирует:

- Расширять «многослойную» коммуникацию, когда один и тот же материал адаптируется для разных аудиторий.
- Повышать информированность СМИ и блогеров о денежно-кредитной политике.
- Продолжать работу по повышению финансовой грамотности.



- Банк России при проведении ДКП в последнее десятилетие сталкивался с рисками для финансовой стабильности:
 - внешние условия (2014);
 - санации банков (2017);
 - волатильность рынков (2019);
 - COVID (2020);
 - санкции (2022).
- Стратегии ДКП и политики финансовой стабильности Банка России по дискреционному учету кризисных явлений эффективно поддерживали функционирование финансовой системы.

**Ключевая ставка Банка России
и эпизоды рисков для ФС**





Условия для денежно-кредитной политики на горизонте следующих лет





Новые вызовы – эпоха «Глобальной волатильности»?

- **Инфляция будет выше структурно**, риски разъякоривания инфляционных ожиданий – выше.
- Шоки спроса и предложения будет все сложнее отделить друг от друга.
- **Шоков предложения будет все больше:**
- сложнее будет определить, **в какой фазе цикла находится экономика;**
- существующие модели, приспособленные для анализа шоков спроса, будут чаще ошибаться;
- **связь реального сектора и инфляции может ухудшиться:** будут требоваться большие потери выпуска для снижения инфляции (уплощение кривой Филлипса);
- **«божественное совпадение»*** («divine coincidence») **будет реже выполняться.**

- **Сложнее калибровать ДКП** и экономическую политику в целом.
- **Колебания инфляции и выпуска будут чаще**, их амплитуда больше, персистентность отклонений от равновесного уровня – выше.

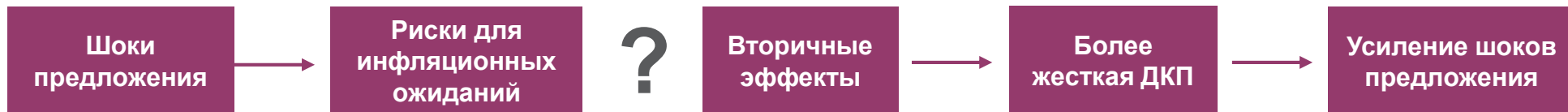
Winter “Great Volatility” is coming?



*Если инфляция находится на цели, экономика находится на потенциале, и наоборот, если экономика находится на потенциале, инфляция находится на цели.



Эффекты новых вызовов не predetermined – многое зависит от решений, принимаемых сейчас



Инфляционные ожидания – приоритетный фокус внимания ДКП:

- возвращение инфляции к целевому уровню в 2024 году и стабилизация вблизи цели в дальнейшем;
- развитие и усиление коммуникаций: и объяснение решений, и повышение финансовой грамотности;
- возможно снижение цели до уровня основных торговых партнеров снизит дифференциал с зарубежными ставками, ограничивая всплески проинфляционного давления со стороны курса;
- бюджетная политика влияет на инфляционные ожидания не меньше, чем ДКП.

Заякоренные ИО позволят в полной мере реализовать преимущества ИТ:

- расширение диапазона вариативности ставки для проведения контрциклической ДКП;
- дальнейшее развитие финансовых рынков;
- подключение менее активных каналов трансмиссии ДКП (богатства, активов, «принятия риска» и др.);
- снижение долгосрочных ставок в экономике -> рост инвестиционной активности -> снижение частоты и амплитуды шоков предложения.