



Банк России

# Современные подходы к проведению денежно- кредитной политики

2024 г.





# Денежно-кредитная политика в мире



01

1.1

## Режимы денежно-кредитной политики

- Таргетирование инфляции

1.2

## Роль денежно-кредитной политики в экономике

- Экономический рост и экономические циклы
- Контрциклическая политика ЦБ
- Трансмиссионный механизм ДКП

1.3

## Нестандартные меры денежно-кредитной политики

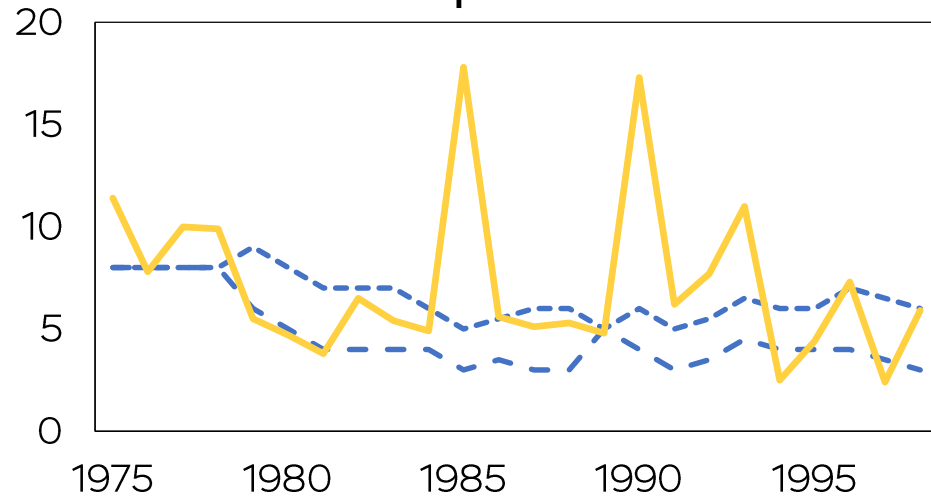


# МОНЕТАРНОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ

Денежный агрегат  
(M0, M1, M2, M3)

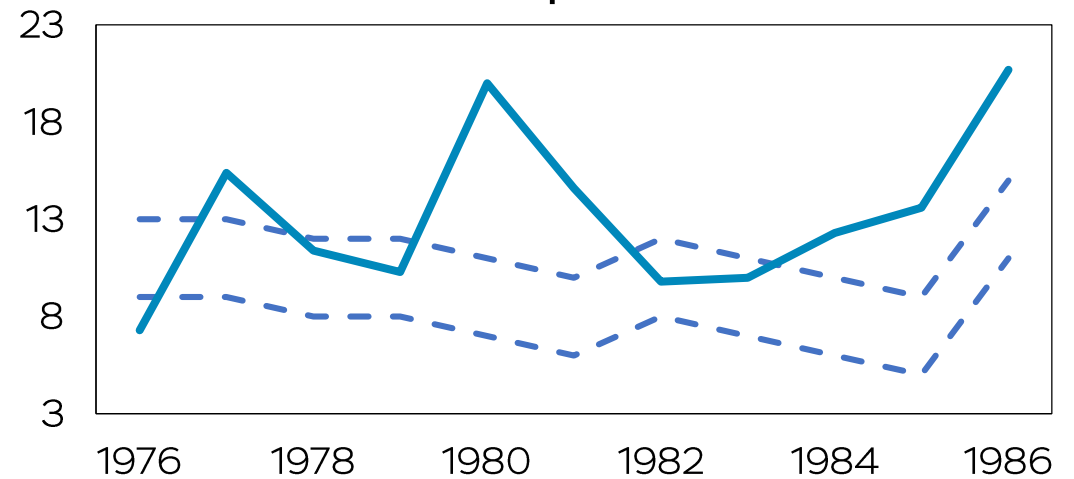
ЦБ

### Германия



- Целевой показатель/диапазон роста денежной массы
- Фактический рост денежной массы

### Великобритания



- Цель по M3, % г/г (нижняя граница)
- Цель по M3, % г/г (верхняя граница)
- M3 факт, % г/г

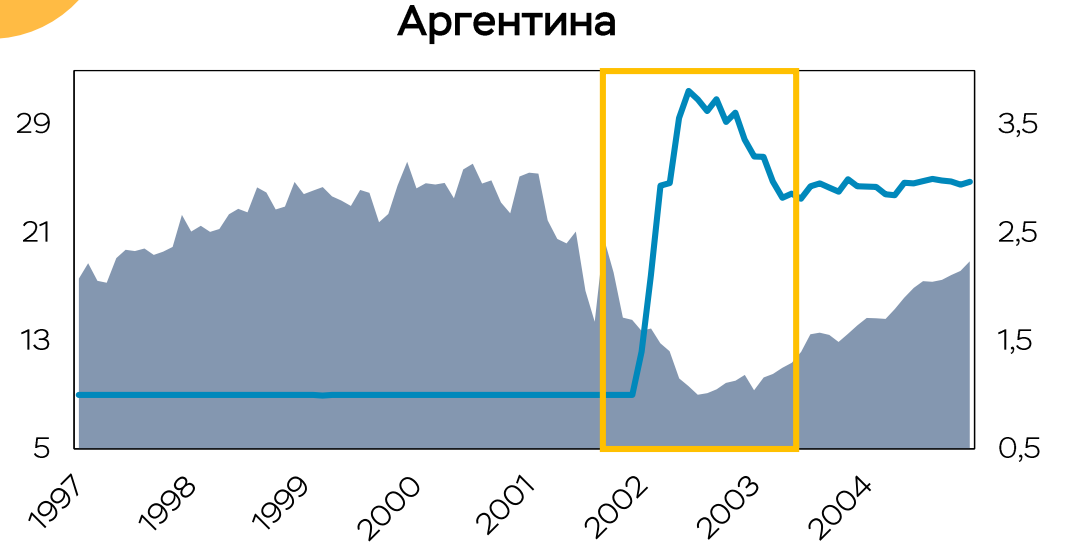
США, Канада, Великобритания, Швейцария

Инфляция

# ВАЛЮТНОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ

ЦБ

Валютный курс



— Инфляция

— Курс национальной валюты к доллару США  
— Объем ЗВР, млрд \$

Инфляция

Латинская Америка, Россия, страны СНГ

## ПЛЮСЫ И МИНУСЫ РЕЖИМОВ ДКП

### Монетарное таргетирование

Наличие номинального якоря и снижение инфляционных ожиданий

Рост операционной независимости ЦБ

### Валютное таргетирование

Удобство планирования трансграничных операций

Частичная стабилизация роста цен внутри страны

Непостоянство канала влияния на инфляцию

Сложность контроля темпов роста денежных агрегатов

Невозможность проведения независимой ДКП

Расход золотовалютных резервов

## НЕВОЗМОЖНАЯ ТРОИЦА

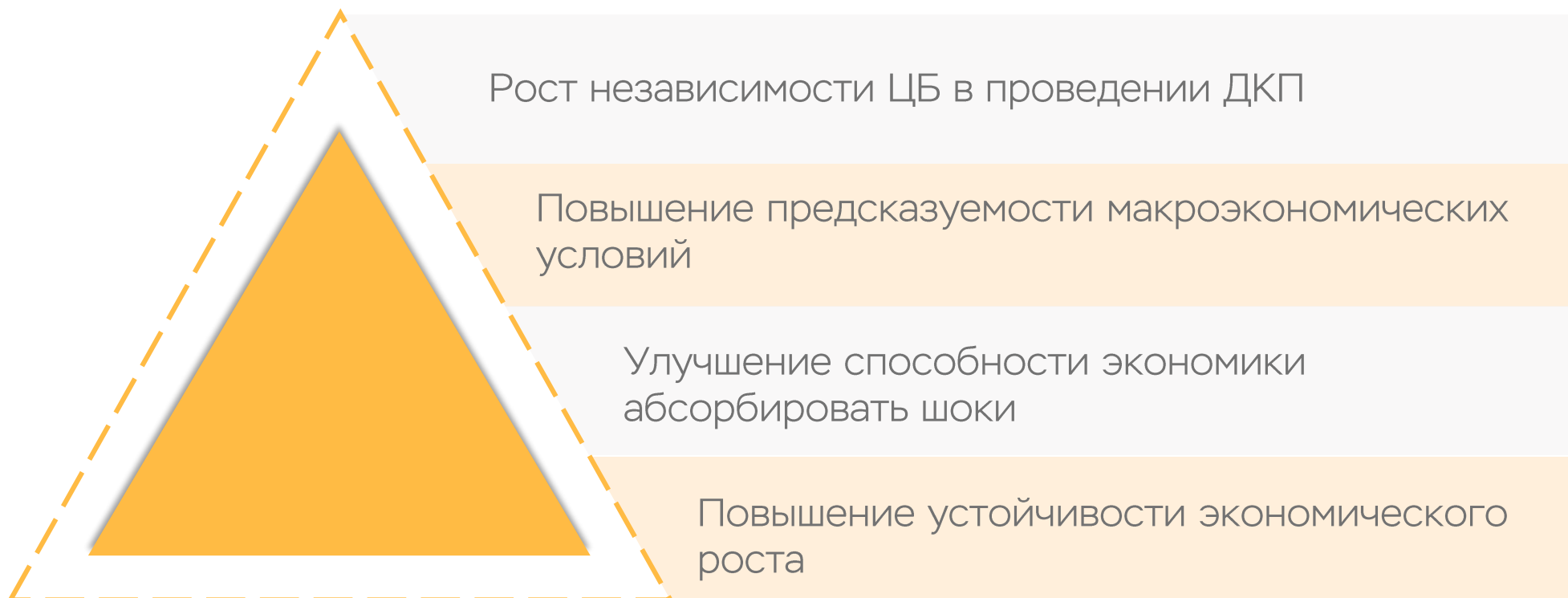
Обменный курс привязан к динамике национальных валют других стран и трансграничное движение капитала не ограничено



Стоимость национальной валюты свободно определяется рыночными механизмами

Установить барьеры, препятствующие свободному движению капитала

## ПРЕИМУЩЕСТВА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ



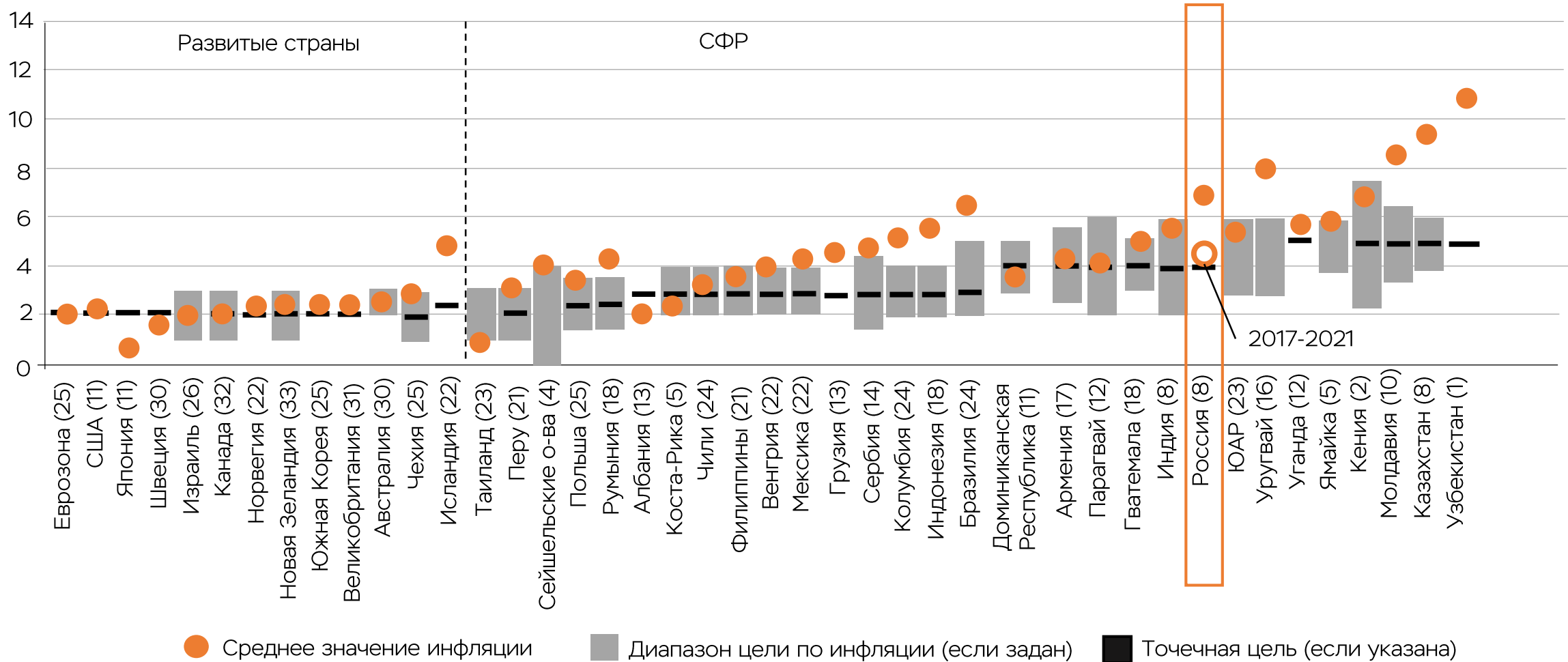






# МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ

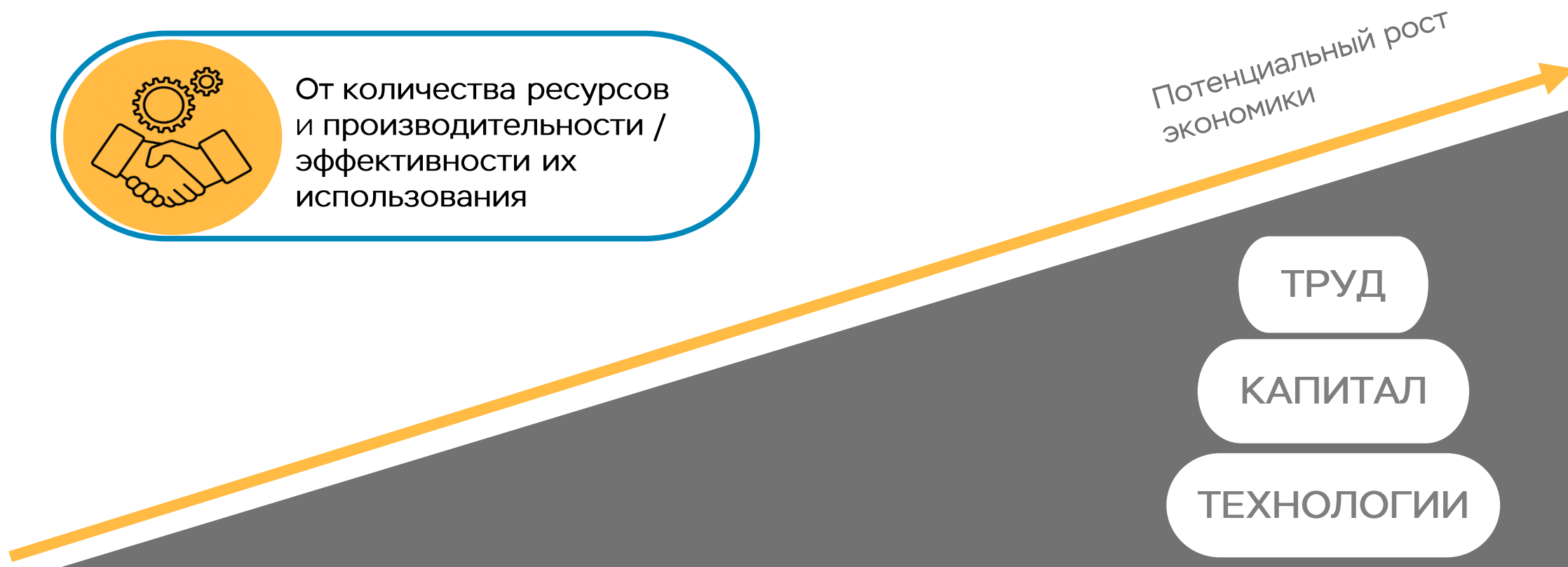
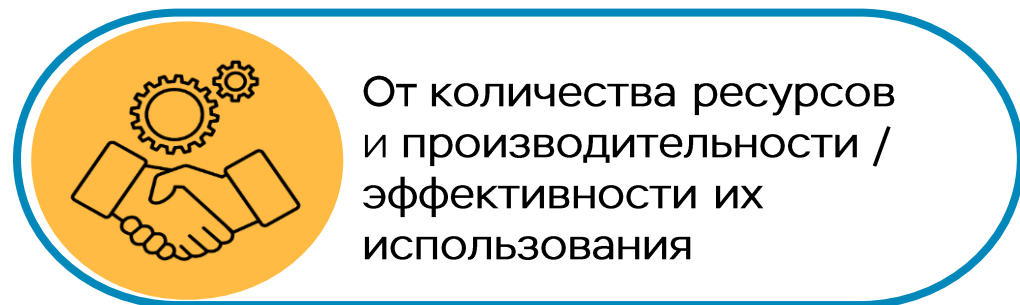
## Результаты ИТ в мире





# Роль денежно-кредитной политики в экономике

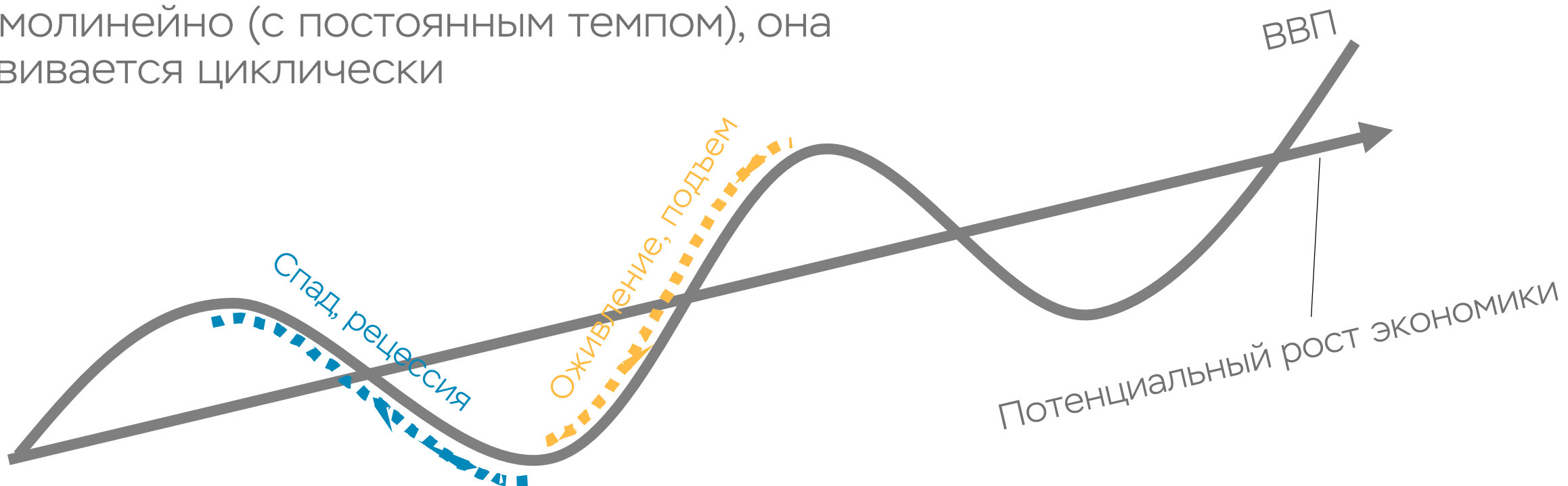
## ОТ ЧЕГО ЗАВИСИТ РОСТ ЭКОНОМИКИ?



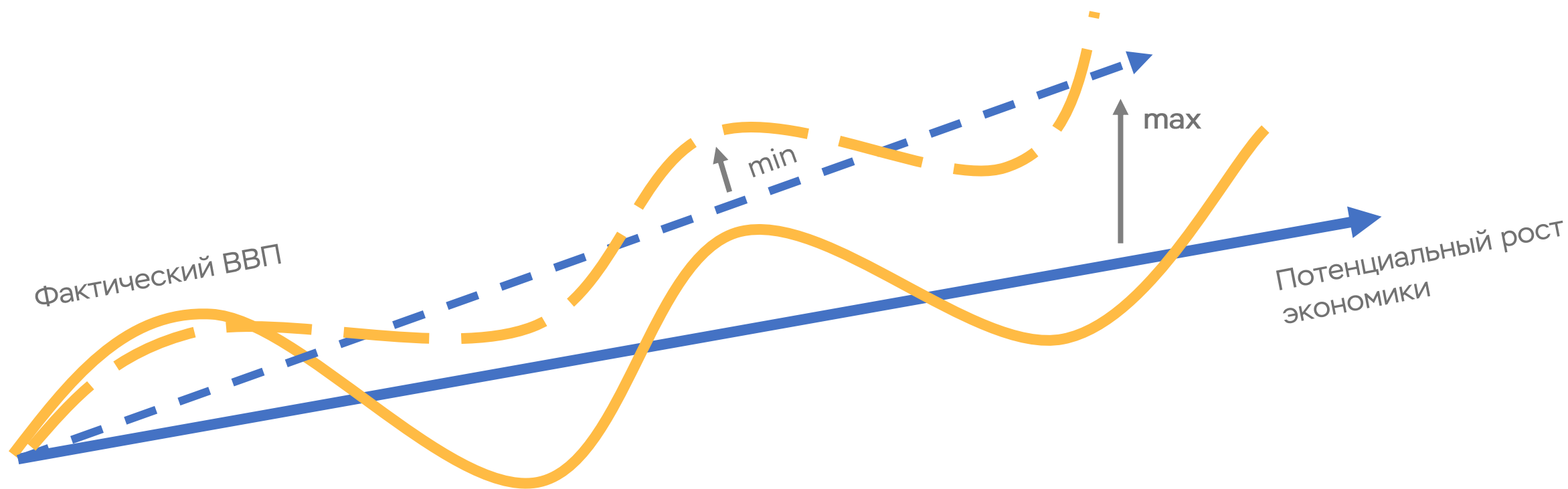
Потенциальный рост экономики – это темп роста экономики при полном использовании всех ресурсов и мощностей при существующих ограничениях

## ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ЦИКЛЫ


Экономическая активность не растет прямолинейно (с постоянным темпом), она развивается циклически



# ИДЕАЛЬНАЯ СИТУАЦИЯ: ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ, МЕНЬШЕ КОЛЕБАНИЯ



# ПОВЫШЕНИЕ ПОТЕНЦИАЛА ЭКОНОМИКИ

 Структурная политика+  
макроэкономическая  
стабильность



# РАЗРЫВ ВЫПУСКА

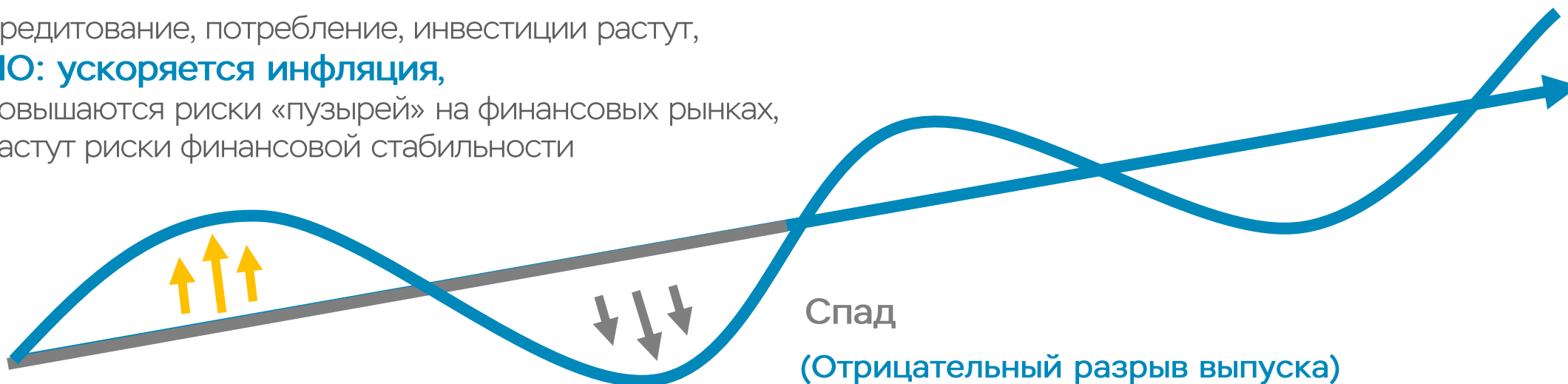
## Перегрев

**(Положительный разрыв выпуска)**

Кредитование, потребление, инвестиции растут,

**НО: ускоряется инфляция,**

повышаются риски «пузырей» на финансовых рынках,  
растут риски финансовой стабильности



## Спад

**(Отрицательный разрыв выпуска)**

**Замедляется инфляция**

НО: Кредитование, потребление и инвестиции  
сокращаются, занятость снижается, плохие долги растут





# КОНТРСИКЛИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА

Перегрев

(Положительный разрыв выпуска)

$K \uparrow$   $C \uparrow$   $I \uparrow$

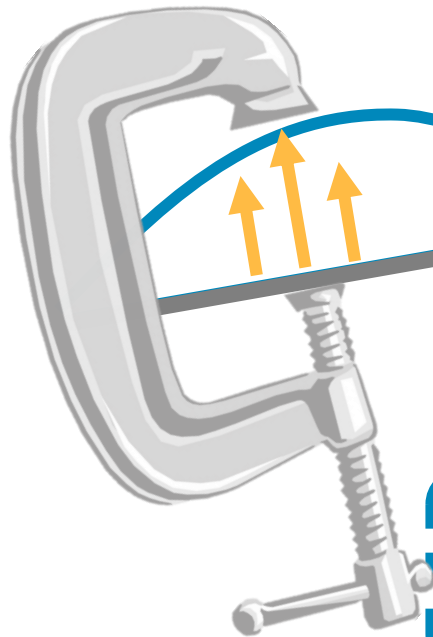
НО: ускоряется инфляция

Спад

(Отрицательный разрыв выпуска)

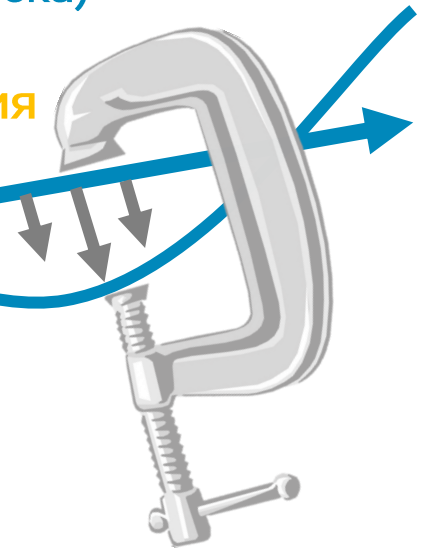
$K \downarrow$   $C \downarrow$   $I \downarrow$

НО: замедляется инфляция



**Жесткая ДКП**

Инфляция выше цели - ЦБ повышает ставку, ДКУ ужесточаются



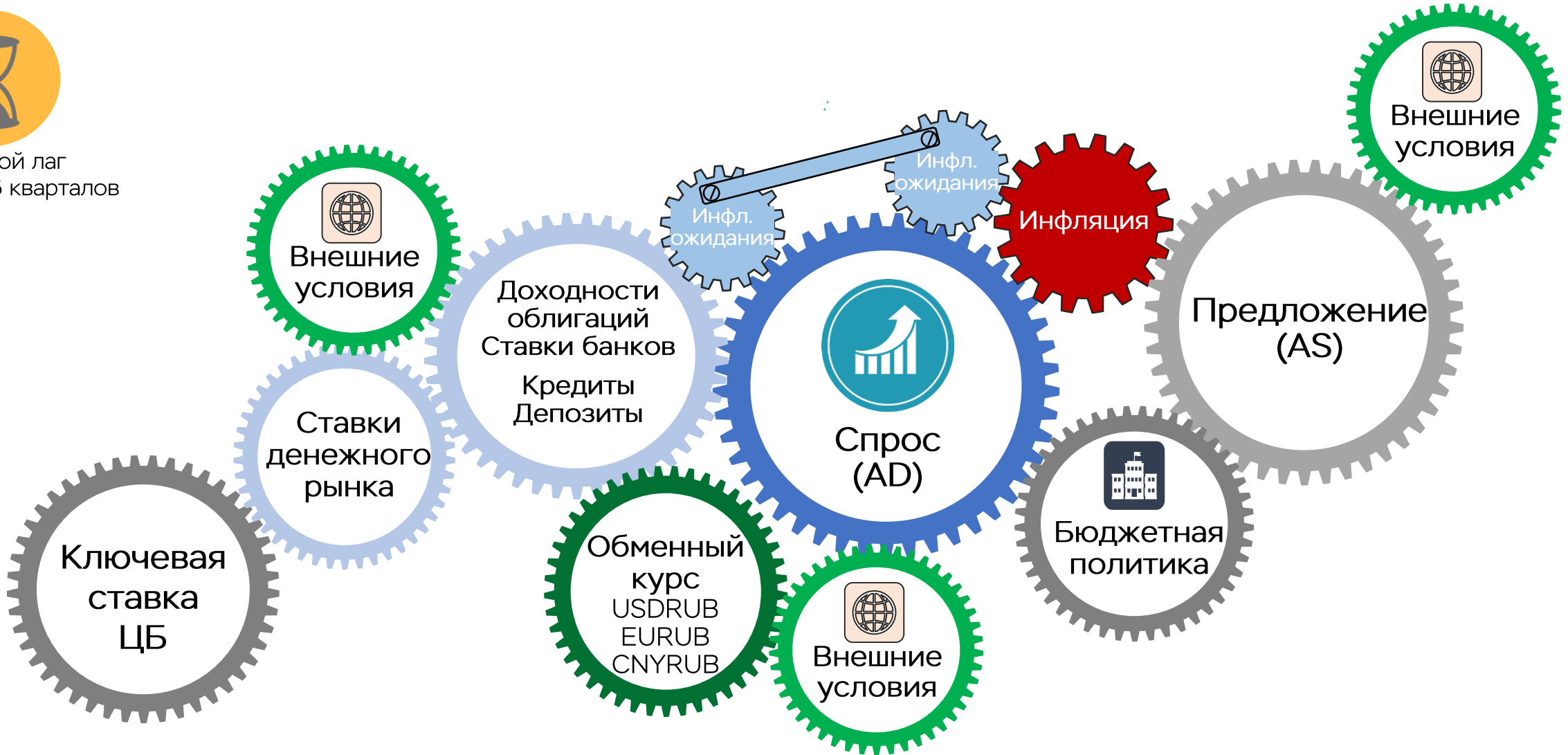
**Мягкая ДКП**

Инфляция ниже цели - ЦБ снижает ставку, ДКУ смягчаются

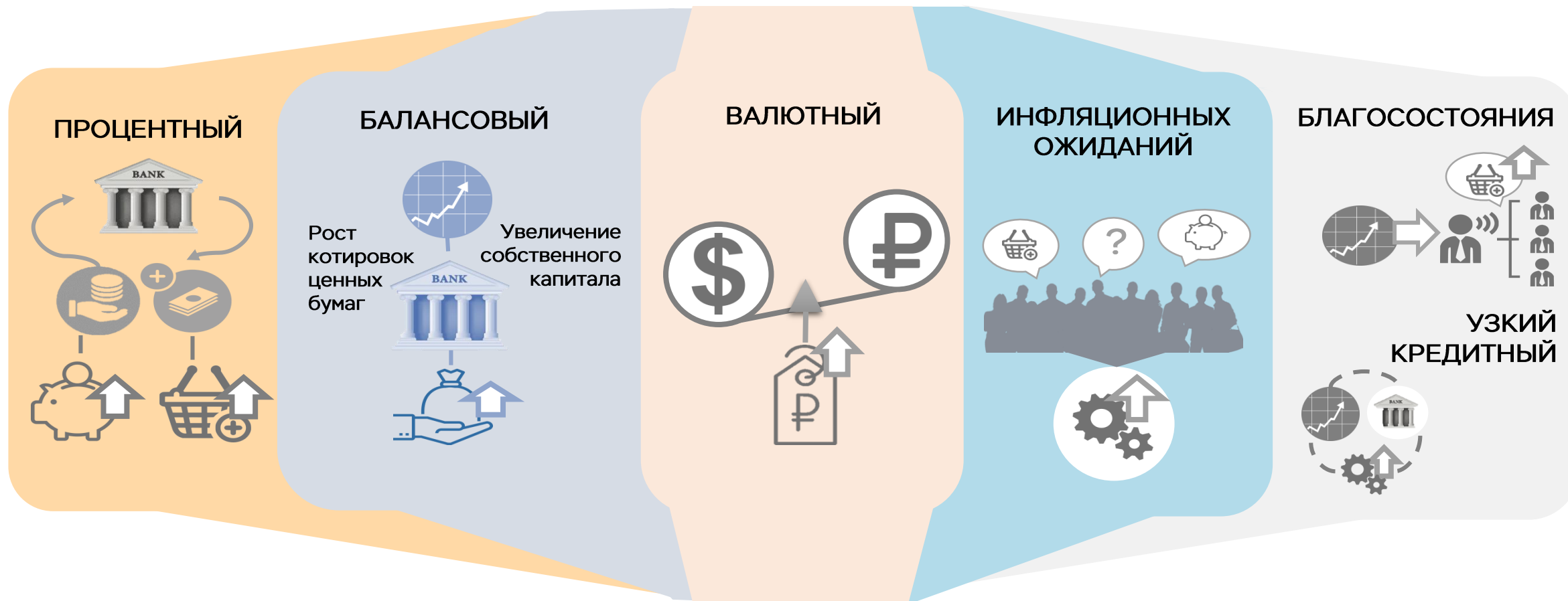
# ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДКП



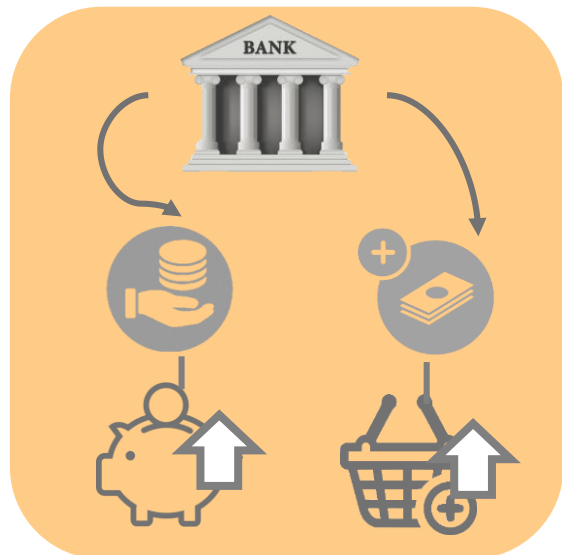
Временной лаг  
от 3 до 6 кварталов



# КАНАЛЫ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА



# КАНАЛЫ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА



## Процентный канал

Ключевая ставка оказывает влияние на доходность облигаций и ставки кредитования, изменяя склонности к потреблению, сбережению и инвестированию.

## Балансовый канал

Отражает влияние процентных ставок на объемы кредитования посредством изменения стоимости активов, обеспечивающих кредиты. Рост котировок ценных бумаг увеличивает доступность заемных средств через обеспеченные кредиты.



## КАНАЛЫ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА



### Узкий кредитный канал

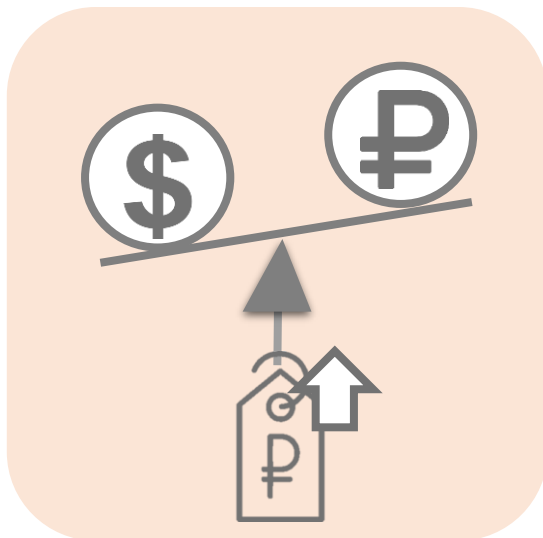
Отражает влияние процентных ставок на объемы кредитования посредством изменения прибыли банков от динамики стоимости ценных бумаг. Увеличение банковского капитала позволяет банкам расширять круг потенциальных заёмщиков.

### Канал благосостояния

Отражает влияние котировок ценных бумаг на инфляцию посредством сонаправленного изменения котировок ценных бумаг и склонности собственников этих ценных бумаг к потреблению.



## КАНАЛЫ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА



### Валютный канал

Изменение ставок влияет на привлекательность вложений в финансовые инструменты в национальной валюте, воздействуя на курс. В свою очередь изменения курса трансформируют пропорцию экспорта и импорта, а в конечном счёте потребительский спрос и цены.

### Канал инфляционных ожиданий

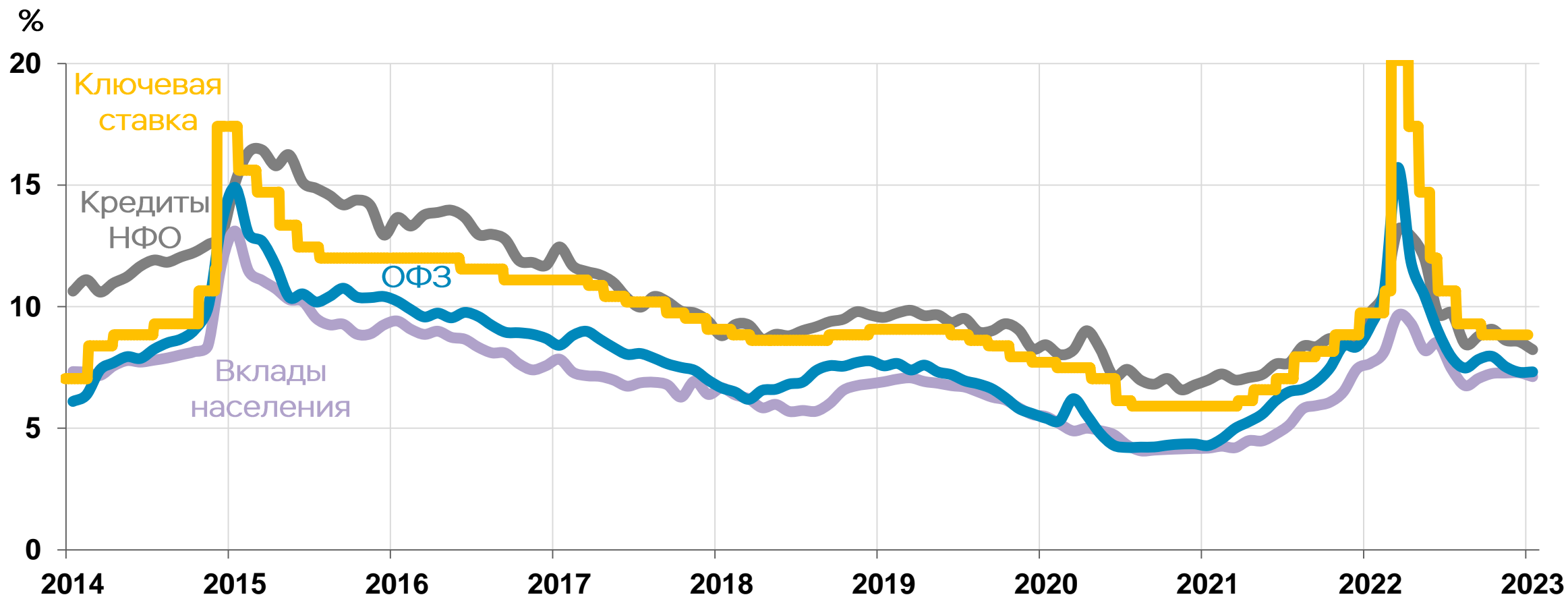
Инфляционные ожидания в значительной степени определяют динамику инфляции, поскольку исходя из ожиданий экономические агенты принимают решения о покупках, устанавливают заработные платы и цены и т.п.



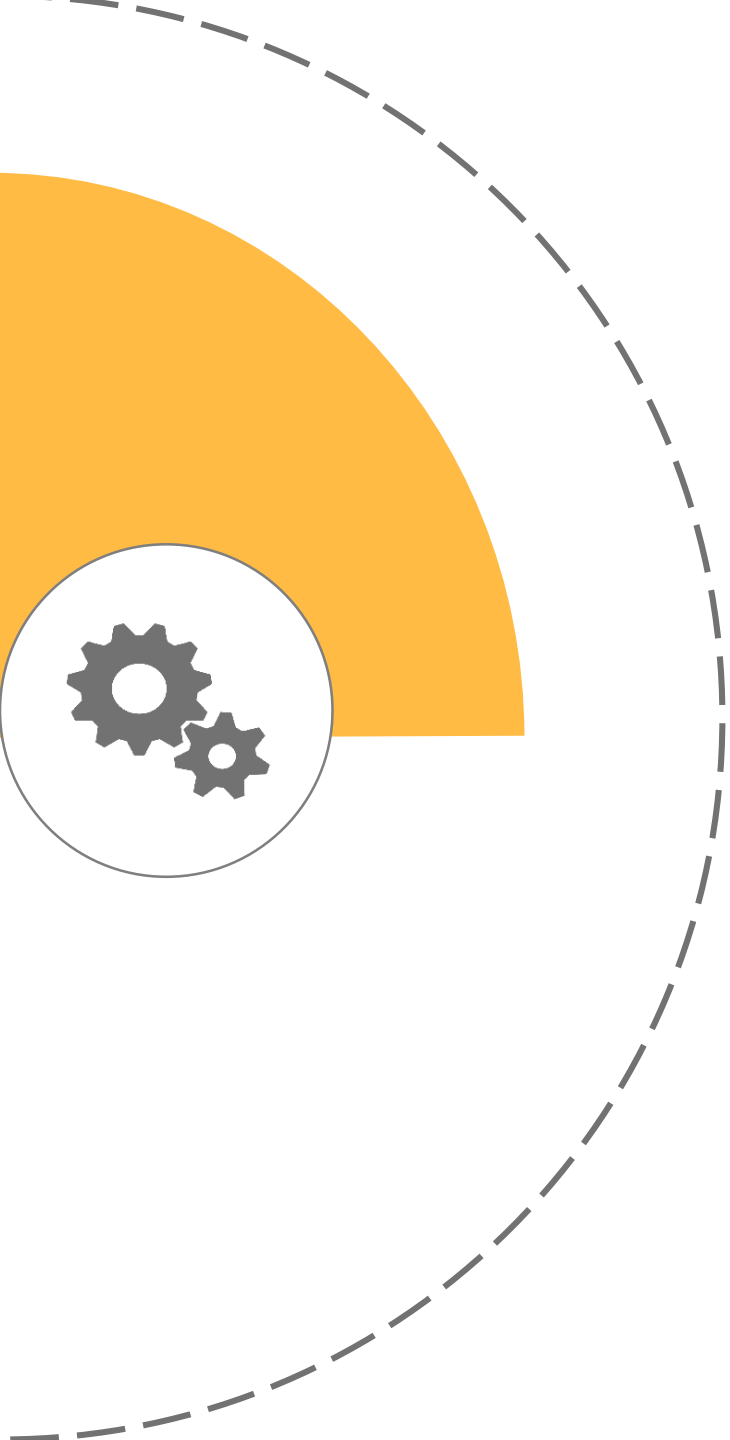


## ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДКП:

ключевая ставка влияет на доходности ОФЗ, ставки по кредитам и вкладам



\* На графике – ставки по кредитам и вкладам свыше года, однолетним ОФЗ.



## Нестандартные меры ДКП



## В КАКИХ УСЛОВИЯХ ПРИБЕГАЮТ К НЕСТАНДАРТНЫМ МЕРАМ ДКП?



## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ ДКП

### Forward guidance

→ **«Одиссейский сигнал»** -  
ЦБ будет действовать в соответствии с  
объявленным намерением

→ **«Дельфийский сигнал»** -  
ЦБ будет действовать в соответствии с  
объявленным намерением  
при определенных условиях

Сигнал центрального банка о намерениях придерживаться определенной направленности денежно-кредитной политики.

## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ ДКП

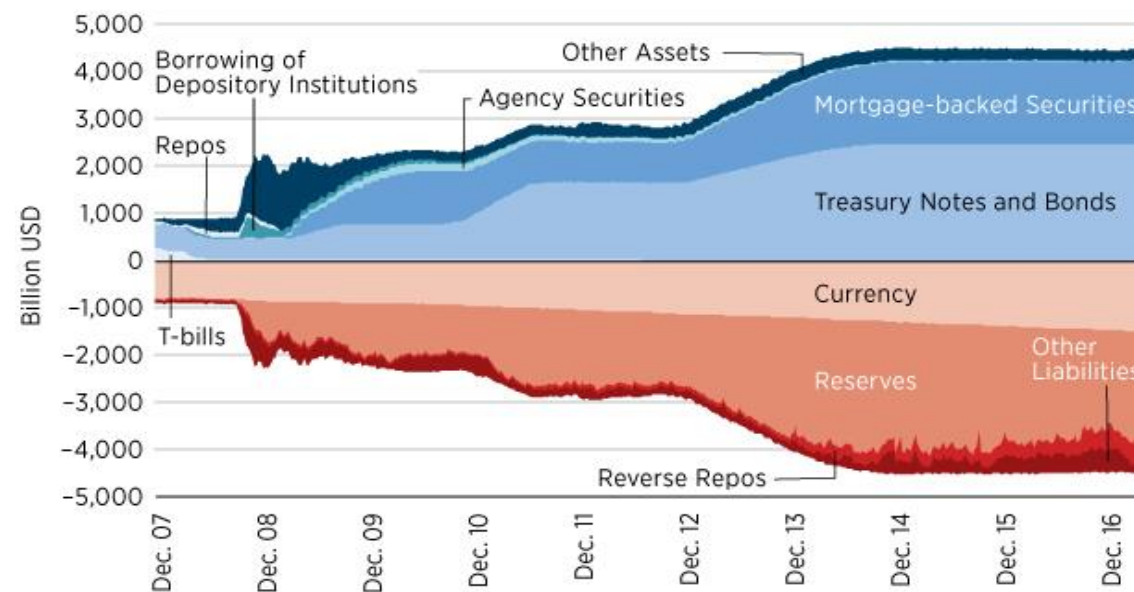
Покупка активов

**Количественное смягчение**  
(quantitative easing, QE)

**Кредитное смягчение**  
(credit easing, CE)

**Контроль кривой доходности**  
(yield curve control, YCC)

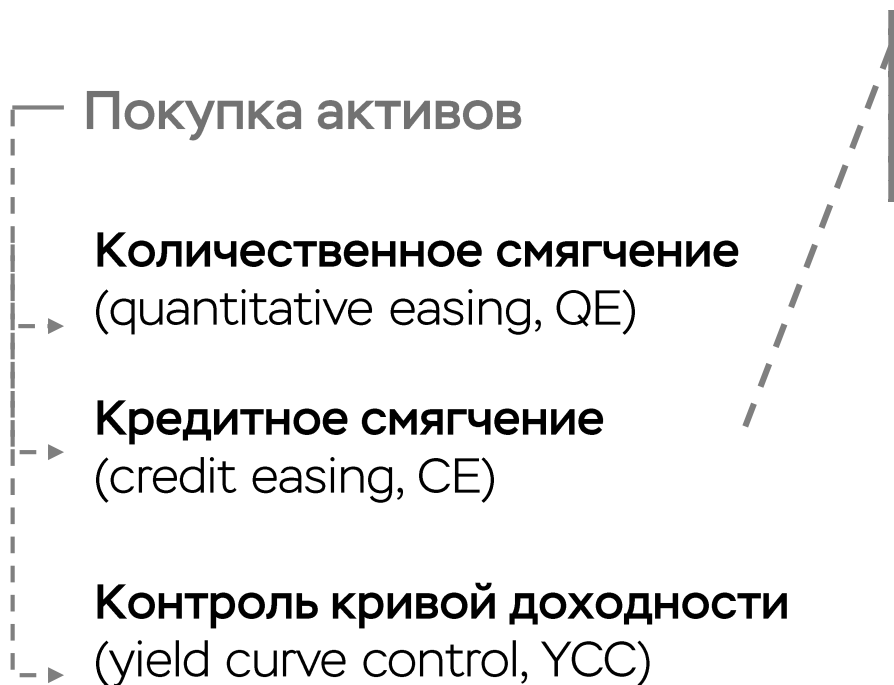
Покупка центральным банком финансовых активов на открытом рынке в заранее установленных объемах, с целью смягчения денежно-кредитных условий в экономике.



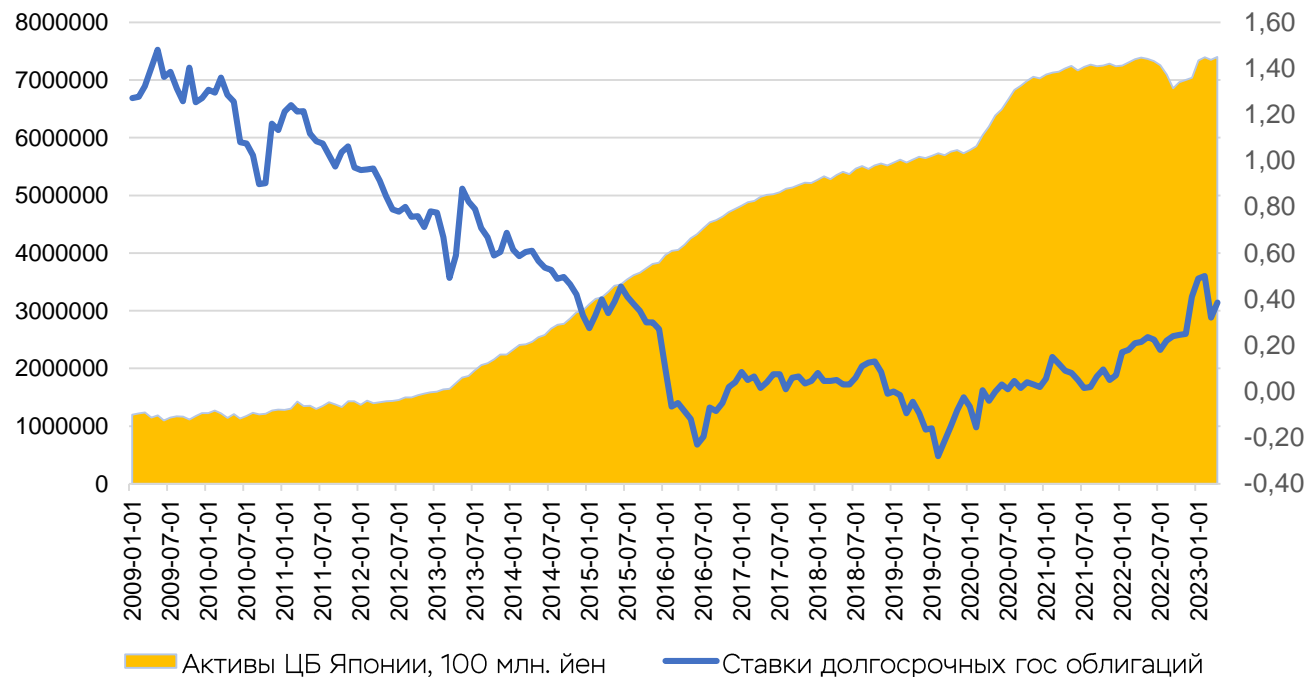
■ FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS

SOURCES: Federal Reserve Board/Federal Reserve Economic Data (FRED).

## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ ДКП



ЦБ покупает долгосрочные ценные бумаги с фиксированными ставками и предоставляет частные займы, увеличивая активы своего баланса.



Источник: Bank of International Settlements

## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ ДКП

### Покупка активов

**Количественное смягчение**  
(quantitative easing, QE)

**Кредитное смягчение**  
(credit easing, CE)

**Контроль кривой доходности**  
(yield curve control, YCC)

ЦБ устанавливает конкретный целевой уровень долгосрочной процентной ставки и покупает столько облигаций, сколько необходимо для его достижения.

В 2016 году Банк Японии обязался удерживать доходность 10-летних государственных облигаций Японии на уровне около нуля в целях повышения стабильно низкой инфляции. Когда спрос на облигации падал, Банк Японии компенсировал его, удерживая доходность в пределах целевого диапазона.

## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ ДКП

### Forward guidance

▶ **«Одиссейский сигнал»** - ЦБ берет обязательство исполнить намерения

▶ **«Дельфийский сигнал»** - ЦБ исполнит обещание при определенных условиях

### Покупка активов

▶ **Количественное смягчение**  
(quantitative easing, QE)


▶ **Кредитное смягчение**  
(credit easing, CE)

▶ **Контроль кривой доходности**  
(yield curve control, YCC)

### «Вертолетные» деньги







































































(!) Все гиперинфляции в мире являются результатом реализации политики «вертолетных денег»

## НЕСТАНДАРТНЫЕ МЕРЫ ДКП В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ

Кризис 2008-2010 гг. →  ← Кризис 2020 г.

 Да

 Нет

	Forward guidance	Гос. облигации	Корп. облигации	Бумаги, обеспеченные активами	CP/CD	Контроль кривой доходности	«Вертолетные деньги»
США							
Япония							
Еврозона							
Великобритания							
Канада							
Австралия							
Россия							
Китай							
Индия							
Аргентина							

QE и CE

02

2.1

Переход к таргетированию инфляции в России

2.2

Принципы денежно-кредитной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции

2.3

Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность

2.4

Итоги Обзора денежно-кредитной политики

2.5

Новые вызовы для денежно-кредитной политики



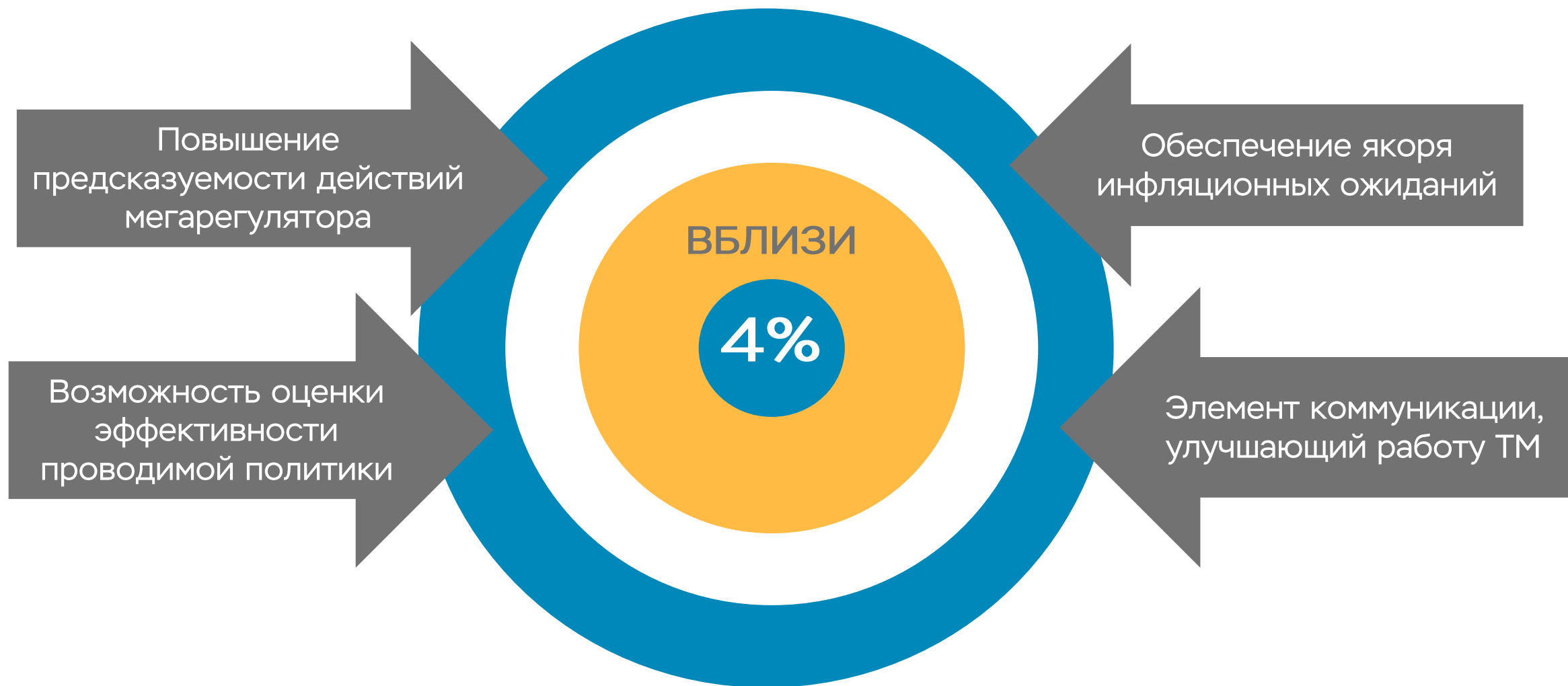


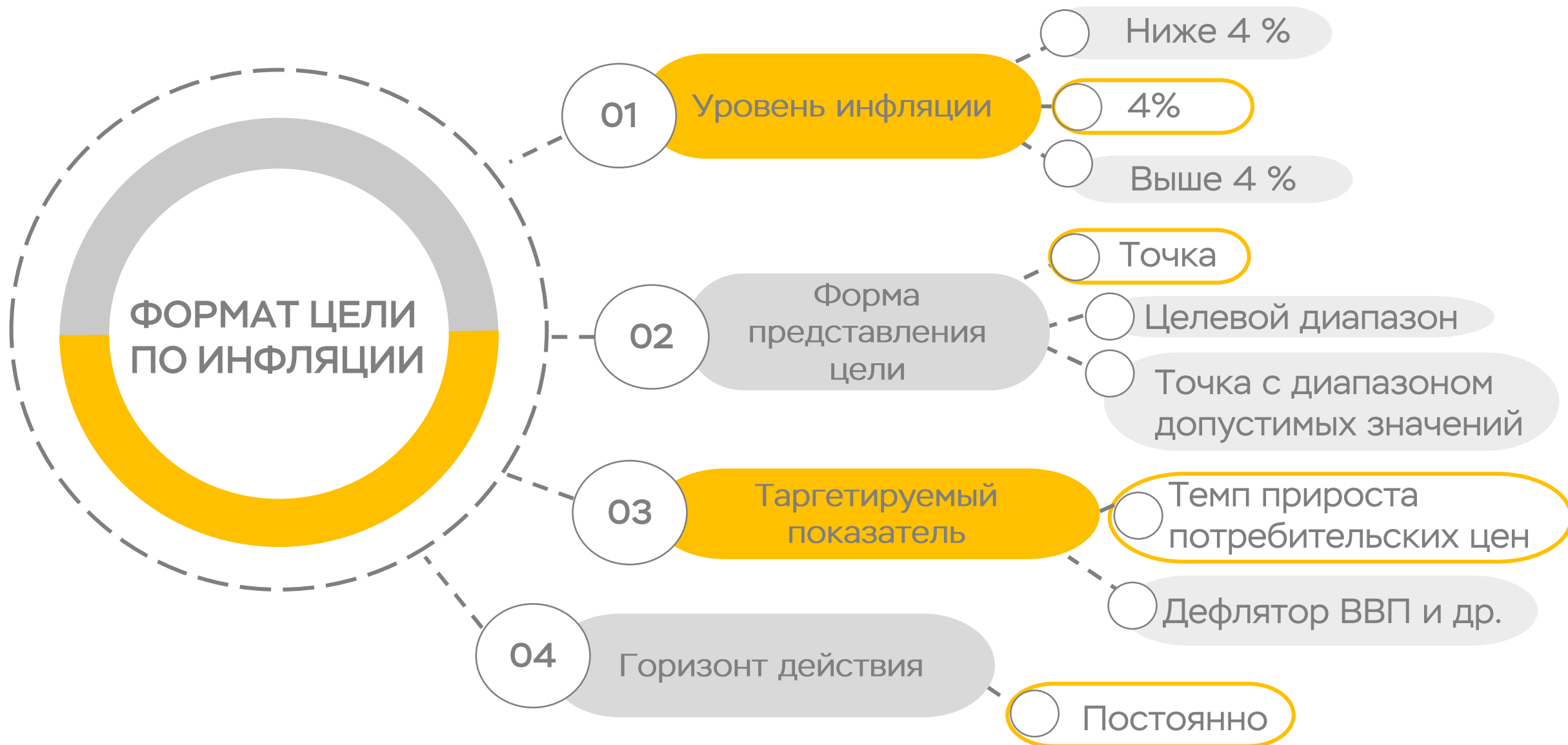
# ЭТАПЫ ПЕРЕХОДА К ТАРГЕТИРОВАНИЮ ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ





## ПУБЛИЧНАЯ КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ЦЕЛЬ ПО ИНФЛЯЦИИ





## ТАРГЕТИРУЕМЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ

**ИПЦ**

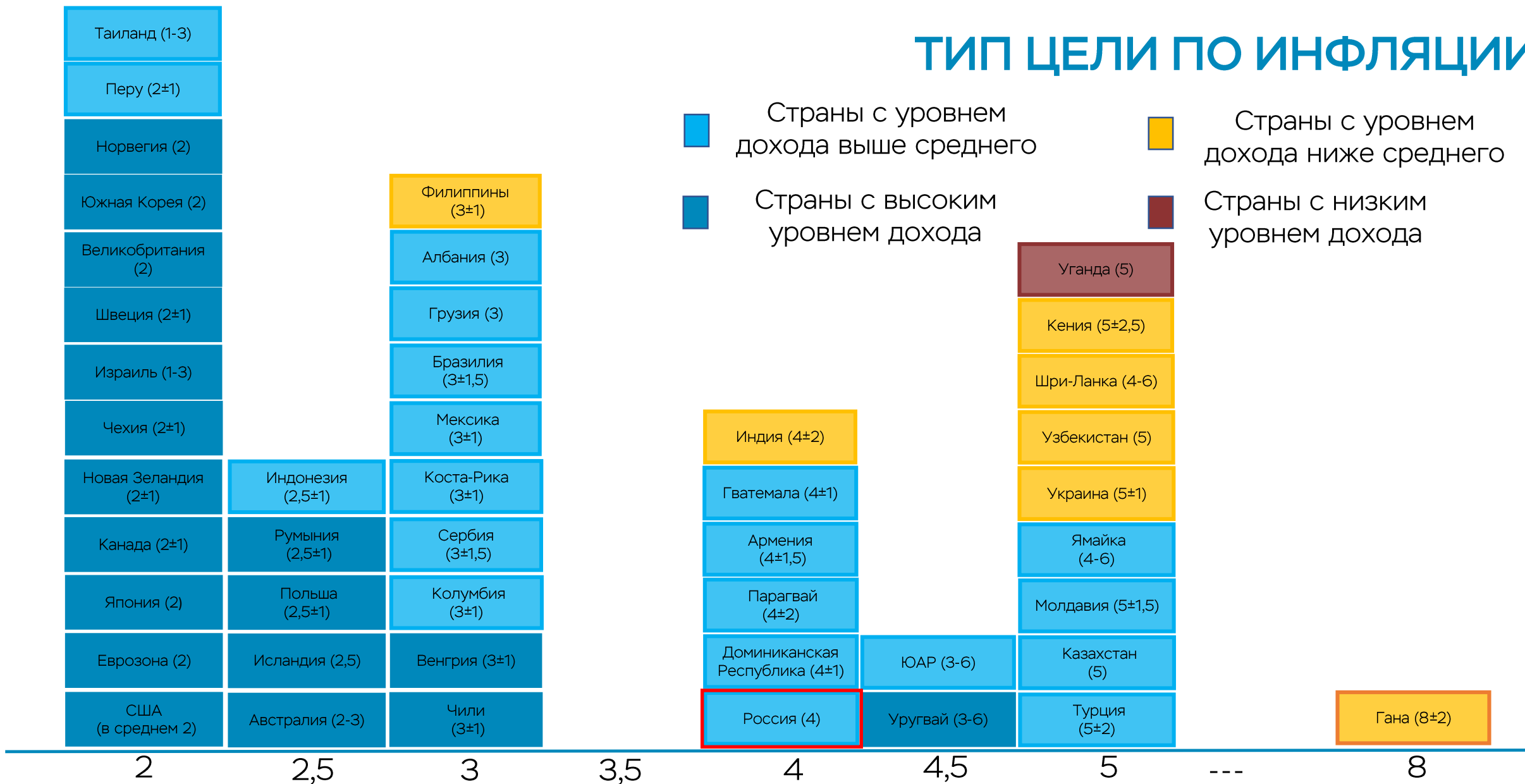
Годовой темп прироста потребительских цен, т.е. изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением

- с понятной методологией расчета;
- релевантный при принятии решений о потреблении, сбережении, инвестировании;
- надежный с точки зрения точности расчетов;
- рассчитываемый независимо;
- оперативно публикуемый;
- с длинной историей расчета;
- соответствующий общепринятым международным стандартам.



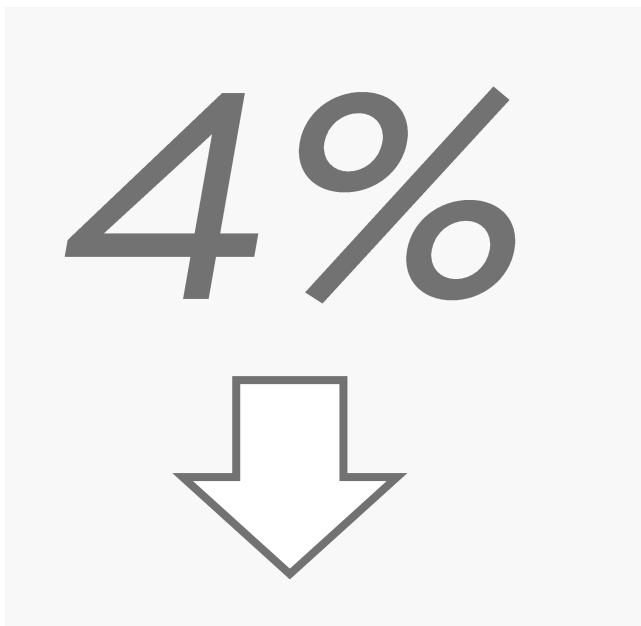
# ТИП ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

- Страны с уровнем дохода выше среднего
- Страны с уровнем дохода ниже среднего
- Страны с высоким уровнем дохода
- Страны с низким уровнем дохода



## УРОВЕНЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

Существует потенциал для снижения цели по инфляции в будущем:



- Подтверждено модельными оценками
- Заякоренные инфляционные ожидания профессионального сообщества
- Низкая вероятность достижения ставками ELB

## ПЛАВАЮЩИЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС

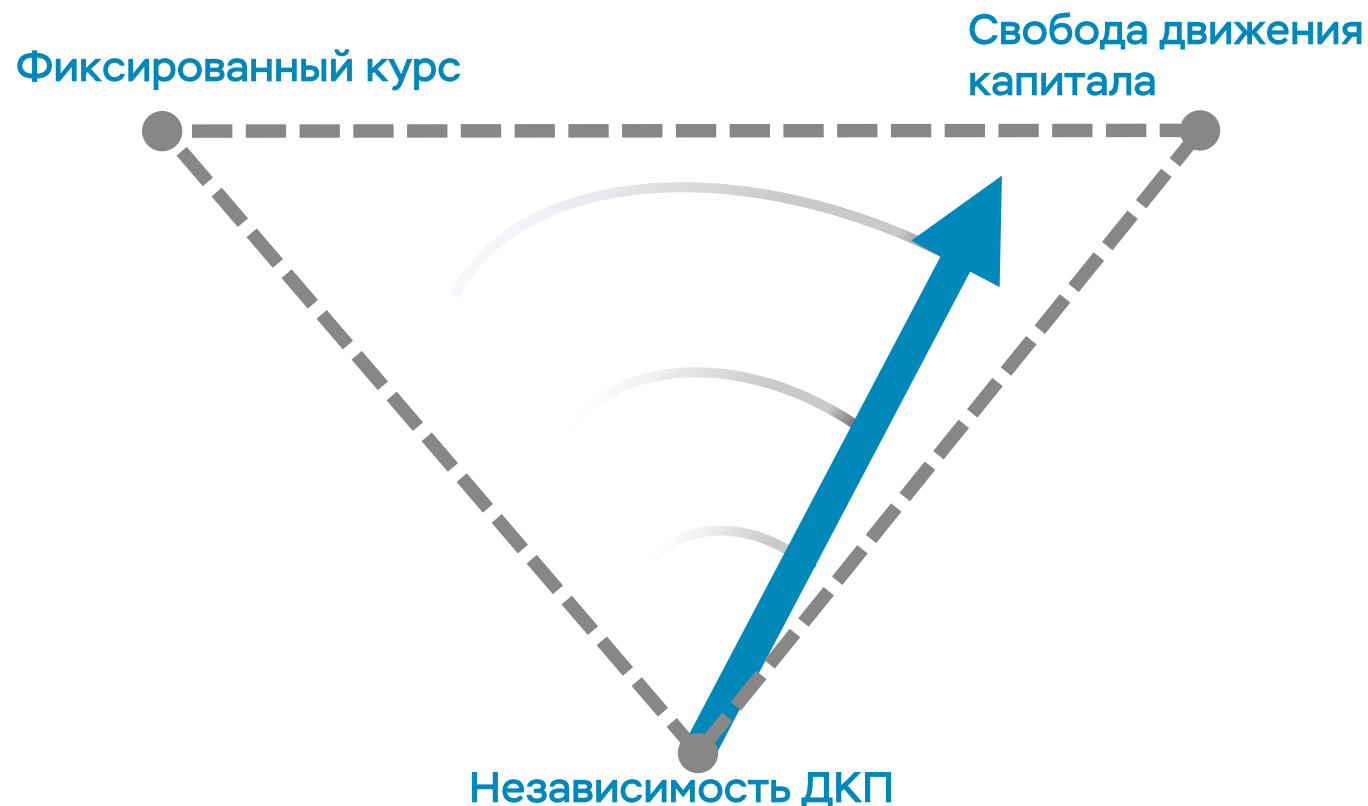
Абсорбирует внешние шоки

Обеспечивает возможность проводить независимую ДКП

Усиливает способность ЦБ поддерживать ценовую стабильность

Не требует использования международных резервов

Снижает привлекательность спекулятивных операций на валютном рынке



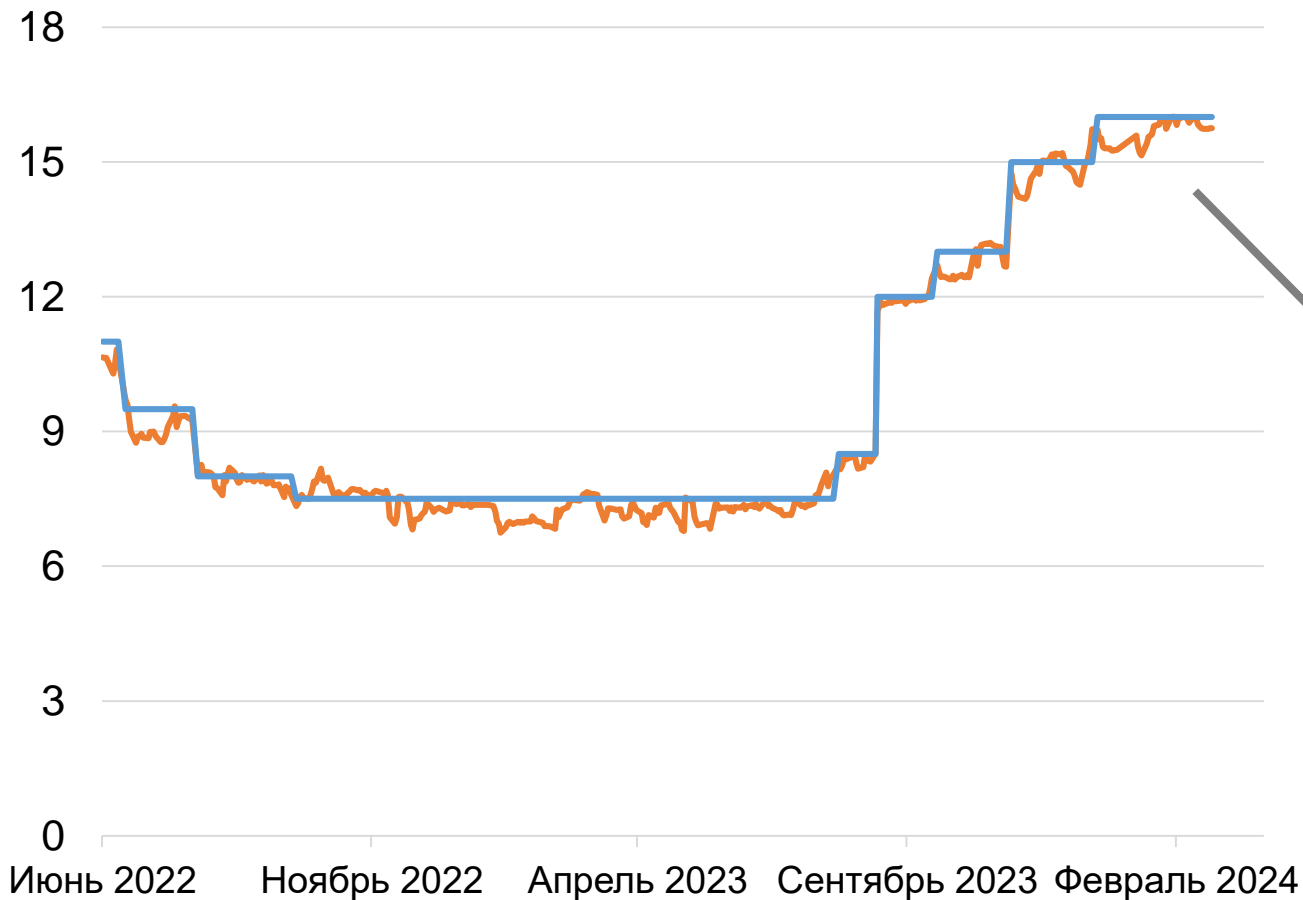




## КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА



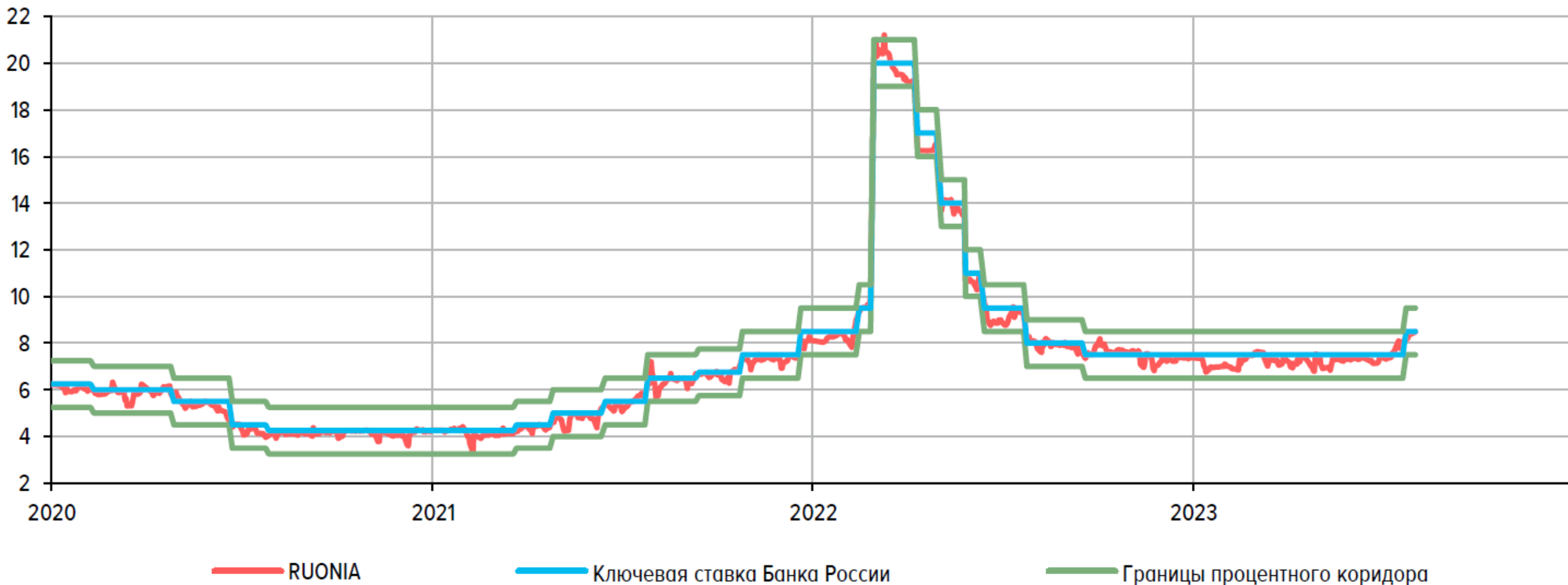
## ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДКП



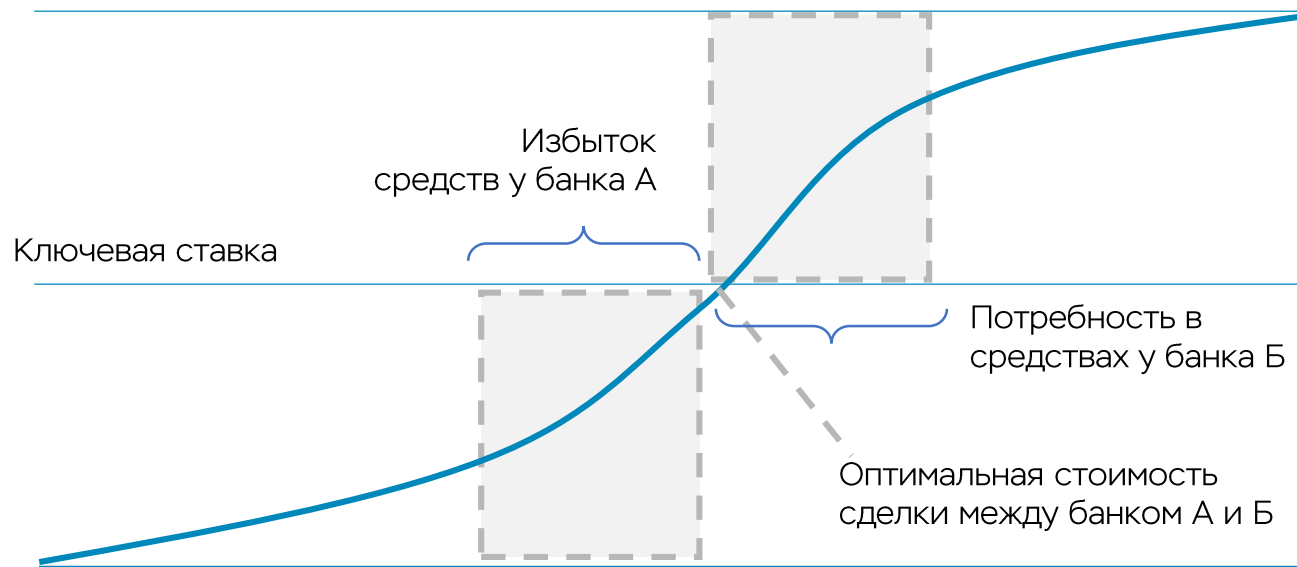
Операционная цель ДКП:  
сближение ставок овернайт с  
ключевой ставкой

**RUONIA** - взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

# КОРИДОР ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК




# МЕХАНИЗМ УПРАВЛЕНИЯ СТАВКАМИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА



Зависимость ставок денежного рынка от предложения средств

Ставка устанавливается на взаимовыгодных условиях в рамках процентного коридора

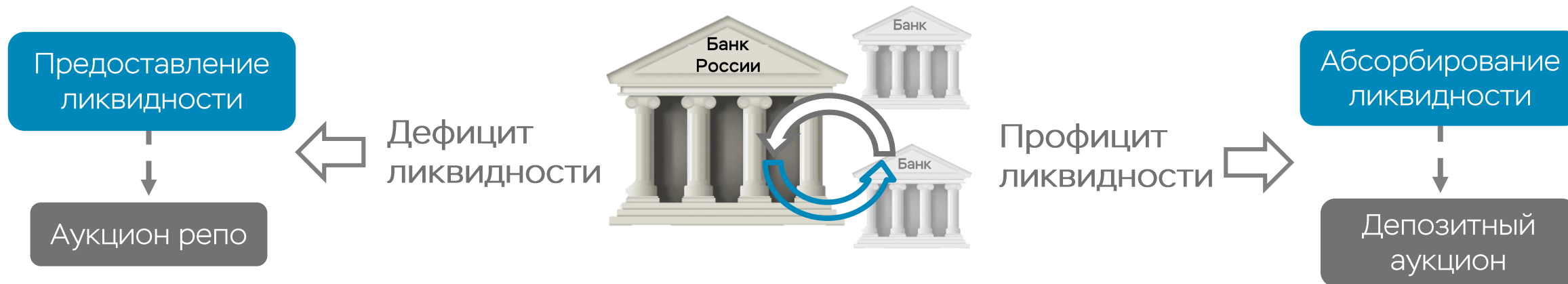
Банк А  Банк Б  
под 9-11%

или

Банк А  Банк России  
под 9%

Банк Б  Банк России  
под 11%

# ИНСТРУМЕНТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВ



Ключевая ставка Банка России +1 п.п.

- Основные операции  
(кредиты «овернайт»; сделки валютный своп; ломбардные кредиты; РЕПО; кредиты, обеспеченные нерыночными активами)

Ключевая ставка Банка России

- Основные операции  
(аукционы РЕПО/депозитные аукционы на срок 1 неделя)
- Операции тонкой настройки  
(аукционы РЕПО/депозитные аукционы на сроки от 1 до 6 недель)

Ключевая ставка Банка России -1 п.п.

- Операции постоянного действия по изъятию ликвидности на срок 1 день  
(депозитные операции)

# НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА

## РЕАЛЬНАЯ НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА



ТЕМП РОСТА ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ  
ФАКТОРОВ ПРОИЗВОДСТВА и ДРУГИЕ ФАКТОРЫ  
СТРУКТУРЫ ЭКОНОМИКИ

УРОВЕНЬ НЕЙТРАЛЬНОЙ  
СТАВКИ В ДРУГИХ  
ЭКОНОМИКАХ

РИСК-ПРЕМИЯ  
ДЛЯ РЫНКА РФ



2-3%



вблизи 4%

**НОМИНАЛЬНАЯ  
НЕЙТРАЛЬНАЯ  
СТАВКА  
6-7%**

# КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА И ИНФЛЯЦИЯ

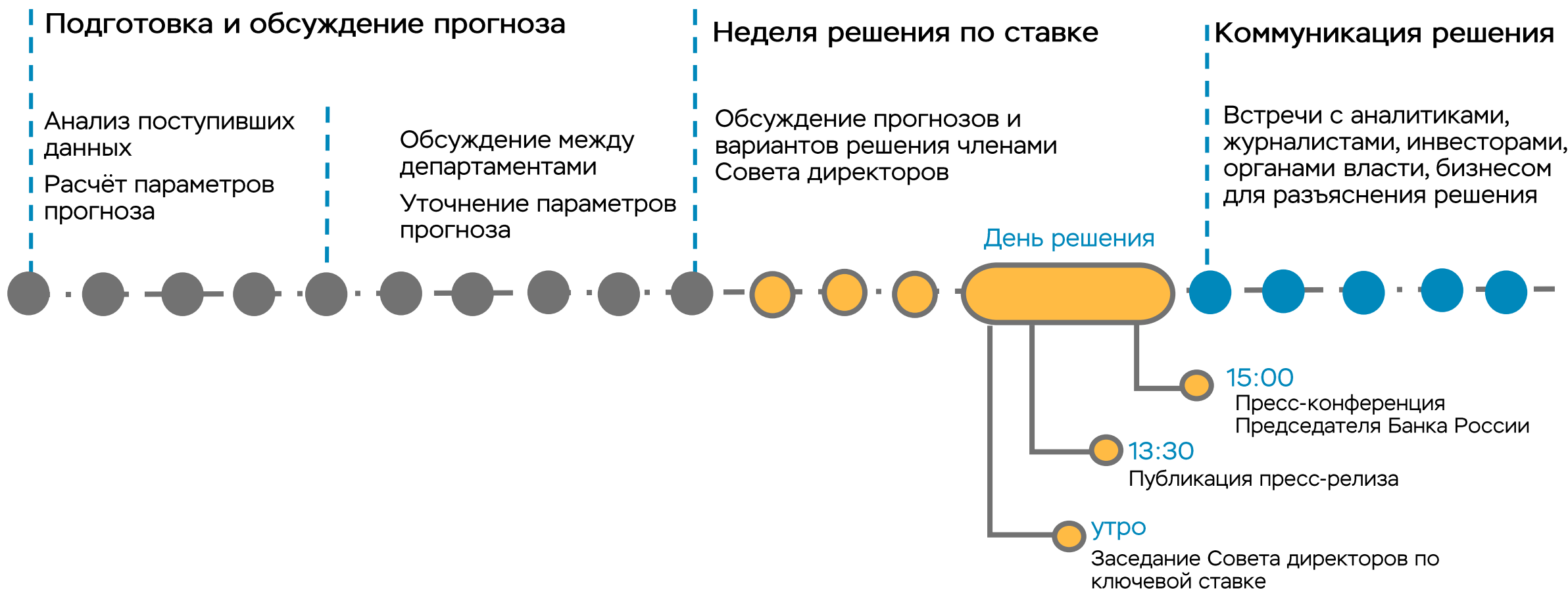




## КАК ПРИНИМАЮТСЯ РЕШЕНИЯ ПО ДКП В БАНКЕ РОССИИ?



# ЭТАПЫ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ ПО ДКП В БАНКЕ РОССИИ

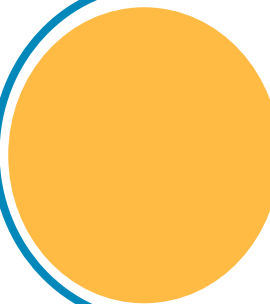


# МОДЕЛЬНЫЙ АППАРАТ БАНКА РОССИИ



## РАЗОВЫЕ ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ СО СТОРОНЫ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

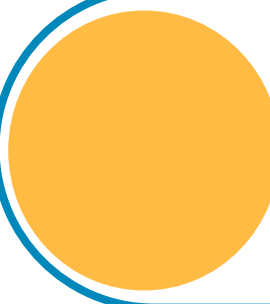
### Примеры



Нарушения в  
цепочках поставок



Колебания  
урожайности от  
года к году



Введение  
внешнеторговых  
барьеров и  
ограничений

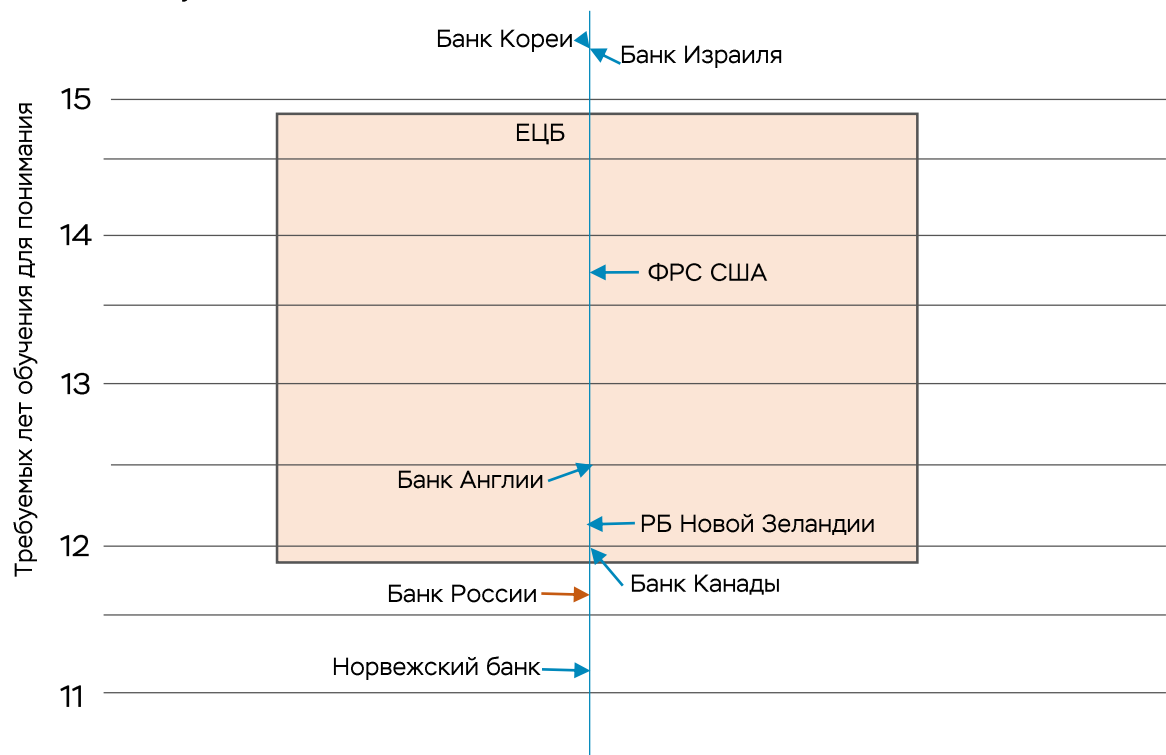


Изменение  
налогового режима

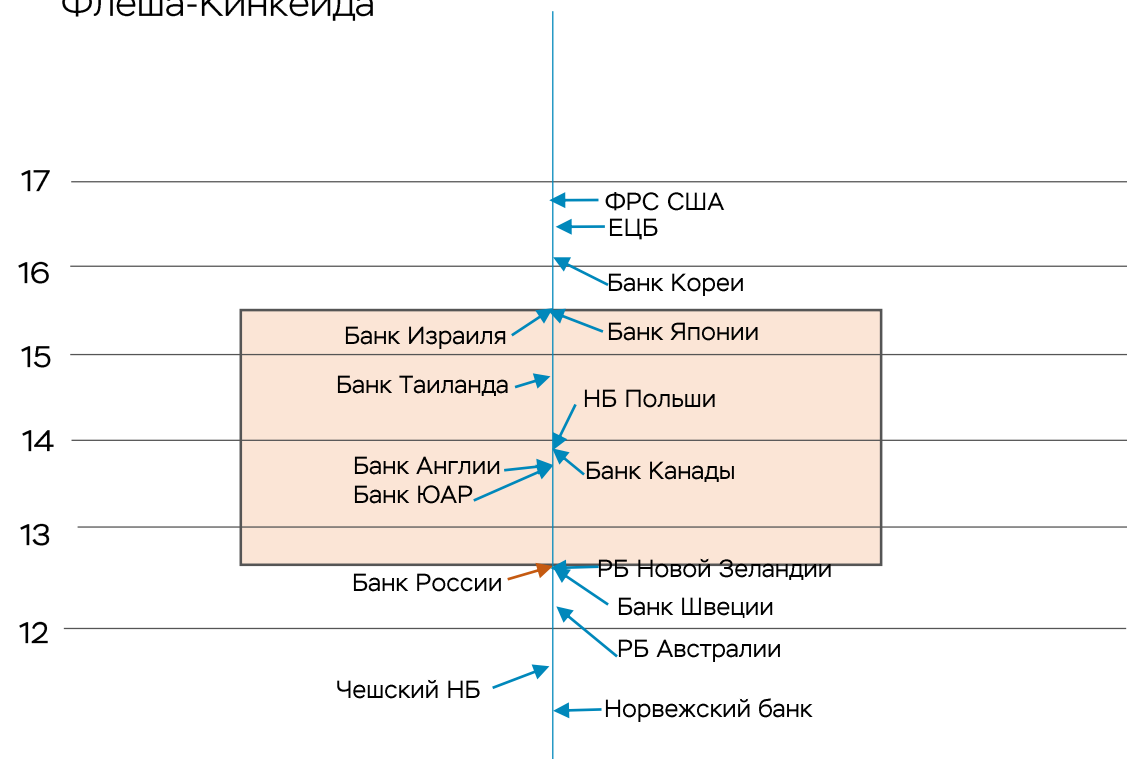


# ИНФОРМАЦИОННАЯ ОТКРЫТОСТЬ И ДОСТУПНОСТЬ

Удобочитаемость устных заявлений о решениях (аналог заявления Председателя Банка России по итогам заседания Совета Директоров по ключевой ставке) по индексу Флеша-Кинкейда

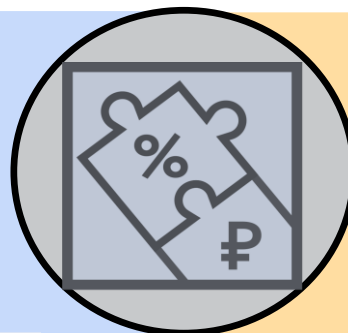


Удобочитаемость сообщений о решениях (аналог пресс-релиза о решении Совета Директоров Банка России по ключевой ставке) по индексу Флеша-Кинкейда



## ДКП И ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

**Денежно-кредитная  
политика**



**Финансовая  
стабильность**

Решения по ДКП могут сдерживать накопление рисков для финансовой стабильности

Ключевая ставка

Среднесрочная перспектива

Необходимое условие для эффективной трансмиссии решений по ДКП в экономику

Микро- и макропруденциальное регулирование, надзорная деятельность, мероприятия по финансовому оздоровлению

Долгосрочный характер

# РЕТРОСПЕКТИВНАЯ ОЦЕНКА ДКП



## ЧТО ПОКАЗАЛ ОБЗОР ДКП?



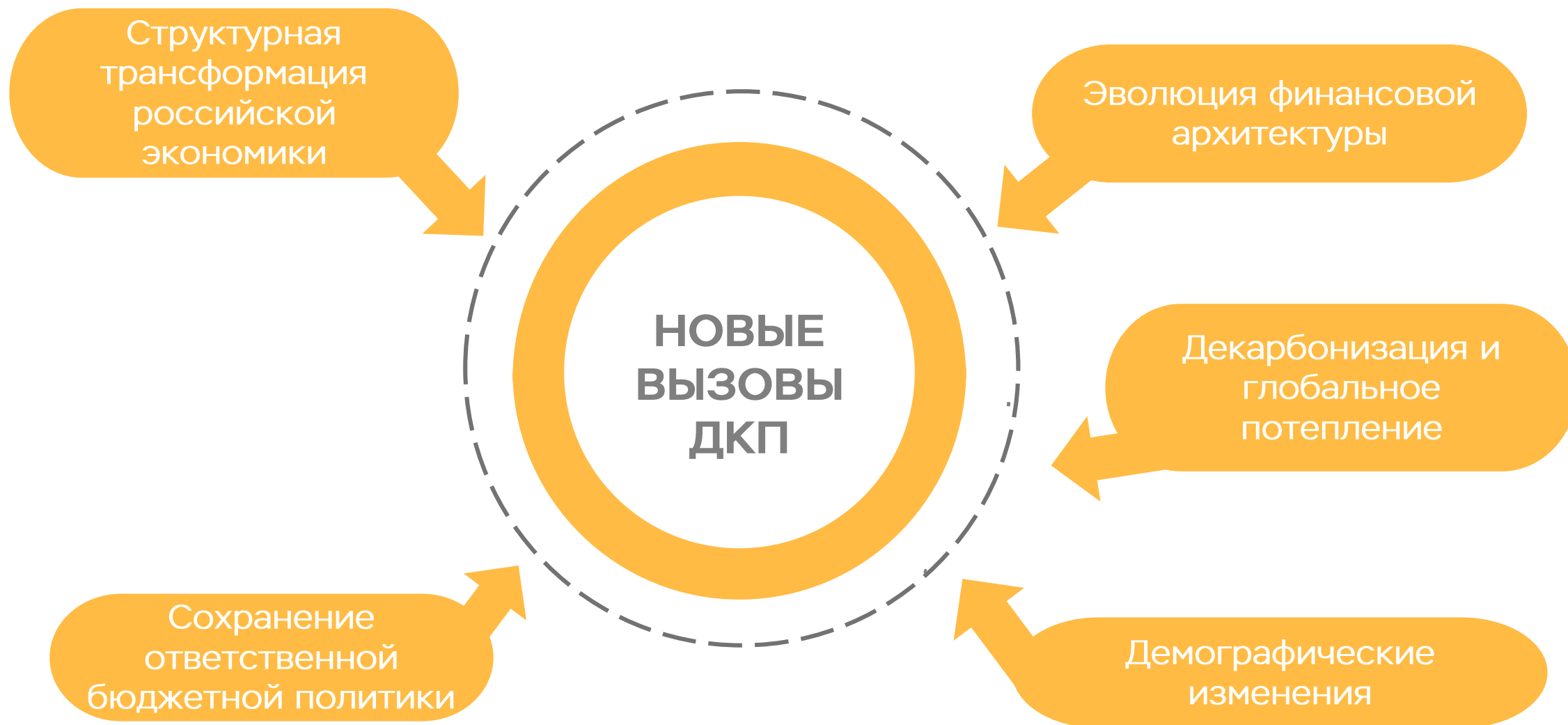
Банку России в целом удавалось обеспечить ценовую стабильность



Отмечается рост устойчивости российской экономики к внешним шокам

ДКП в РФ в 2015-2021 гг. можно охарактеризовать как близкую к оптимальной





**Благодарим за внимание!**