



Банк России

ИНФЛЯЦИЯ И ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ В ЭКОНОМИКЕ

Ксения Юдаева, Ph.D.,
Советник Председателя Банка России,
профессор базовой кафедры Банка России,
НИУ ВШЭ

Санкт-Петербург
01 июля 2024 г.





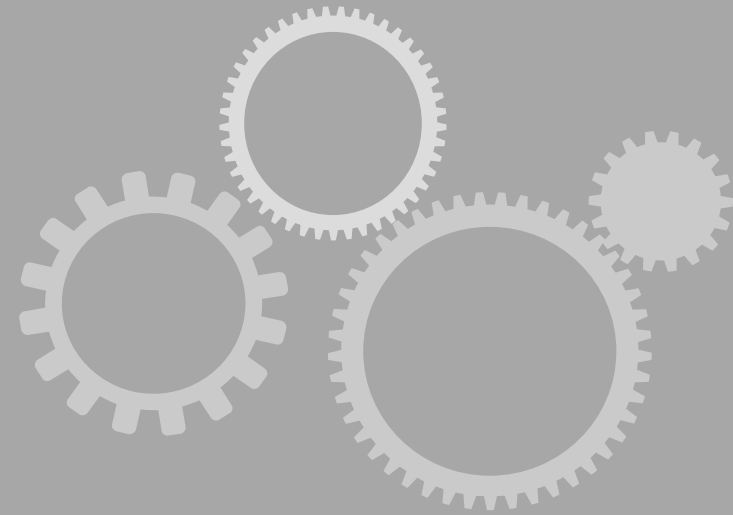
Что мы узнаем на лекции

1. Как центральные банки принимают решения при таргетировании инфляции.
2. Структурные сдвиги в 2022 году. Как структурные изменения в экономике влияют на инфляцию и на оптимальные решения при таргетировании инфляции. Почему в отсутствие влияния на инфляционные ожидания, центральные банки могут полностью или частично не реагировать на временные всплески инфляции, связанные с изменением относительных цен.
3. Как изменилась ситуация в 2023 году: почему аргументация «о более высокой инфляции для поддержки структурных изменений» более не актуальна. Почему в текущей ситуации недостижение цели по инфляции угрожает потерей контроля над ростом цен.
4. Где мы сейчас?



Банк России

1 Как центральные банки принимают решения при таргетировании инфляции



Задача центрального банка

Чтобы деньги оставались деньгами

1. Обеспечение платежеспособности денег = Ценовая стабильность
=> Денежно-кредитная политика (ДКП)

2. Устойчивость денежной системы = Финансовая стабильность

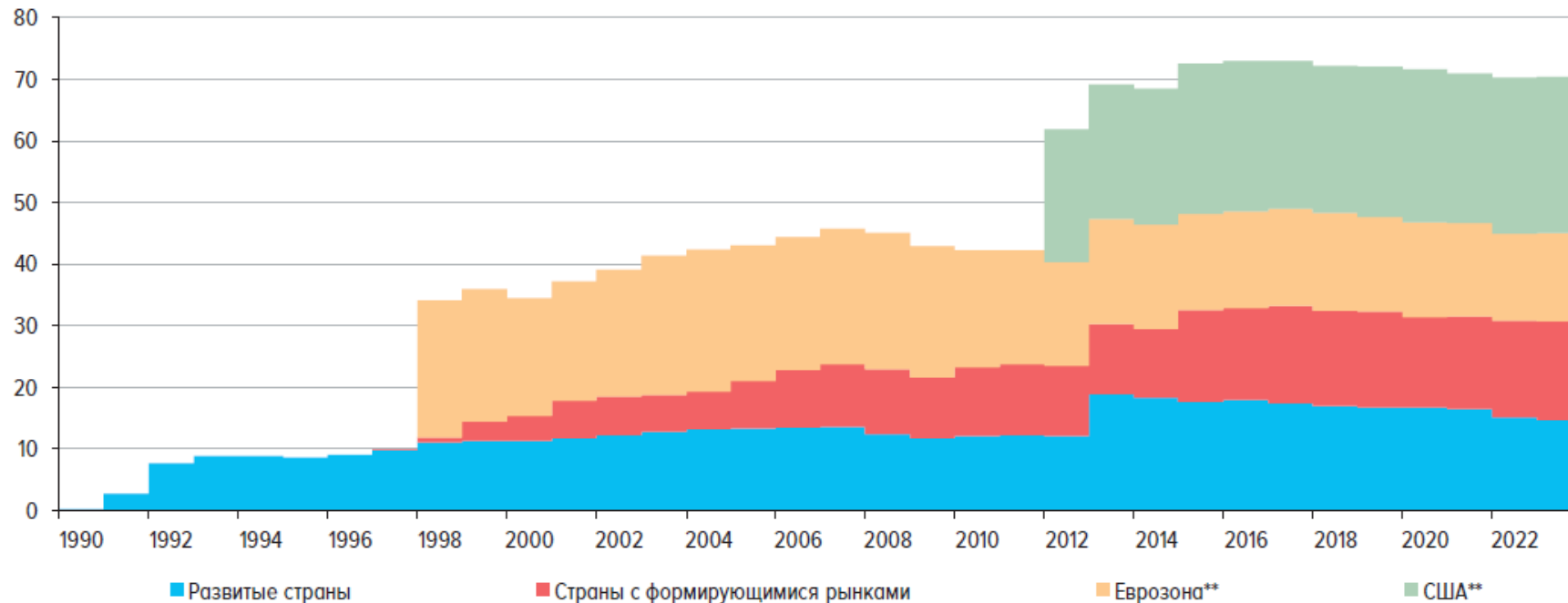
=> Политика по поддержанию финансовой стабильности:

- Регулирование и надзор за финансовыми институтами, рынками и инфраструктурой
- Поддержка ликвидностью в кризис
- Контрциклическое регулирование (макропру)

Денежно-кредитная политика обеспечивает устойчивость покупательной способности денег

ДОЛЯ СТРАН, ПРОВОДЯЩИХ ПОЛИТИКУ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ, В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ
(доля в мировом ВВП, %*)

Рис. П-6-2



* 2023 год – прогнозные значения.

** В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – в 1998 году.

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

Источник: Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов, Банк России, 2023

Таргетирование инфляции в России действует с 2015 года...

Ключевые элементы режима таргетирования инфляции в России



Цель по инфляции: 4%



Инструмент – ключевая ставка



Плавающий валютный курс



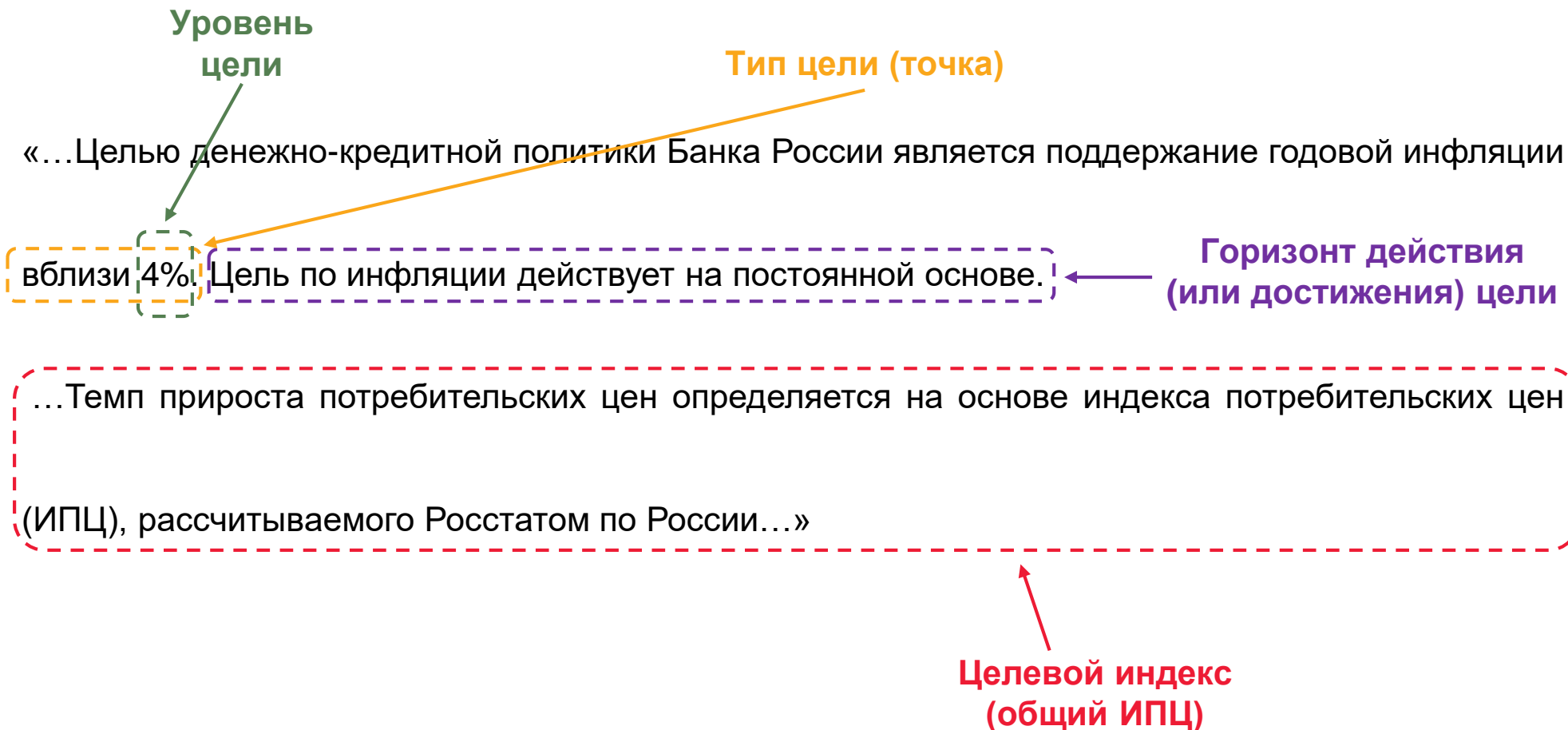
Решения по ДКП на основе макропрогноза



Информационная открытость



Формулировка цели по инфляции, используемая Банком России



Таргетирование инфляции: ключевые принципы

Заякоревание ожиданий. Центральные банки принимают такие решения, которые приводят пользующийся доверием общества прогноз инфляции к цели.

Фокус на устойчивой (стабильной, трендовой) инфляции. Возможность игнорирования разовых изменений цен при заякоренных ожиданиях

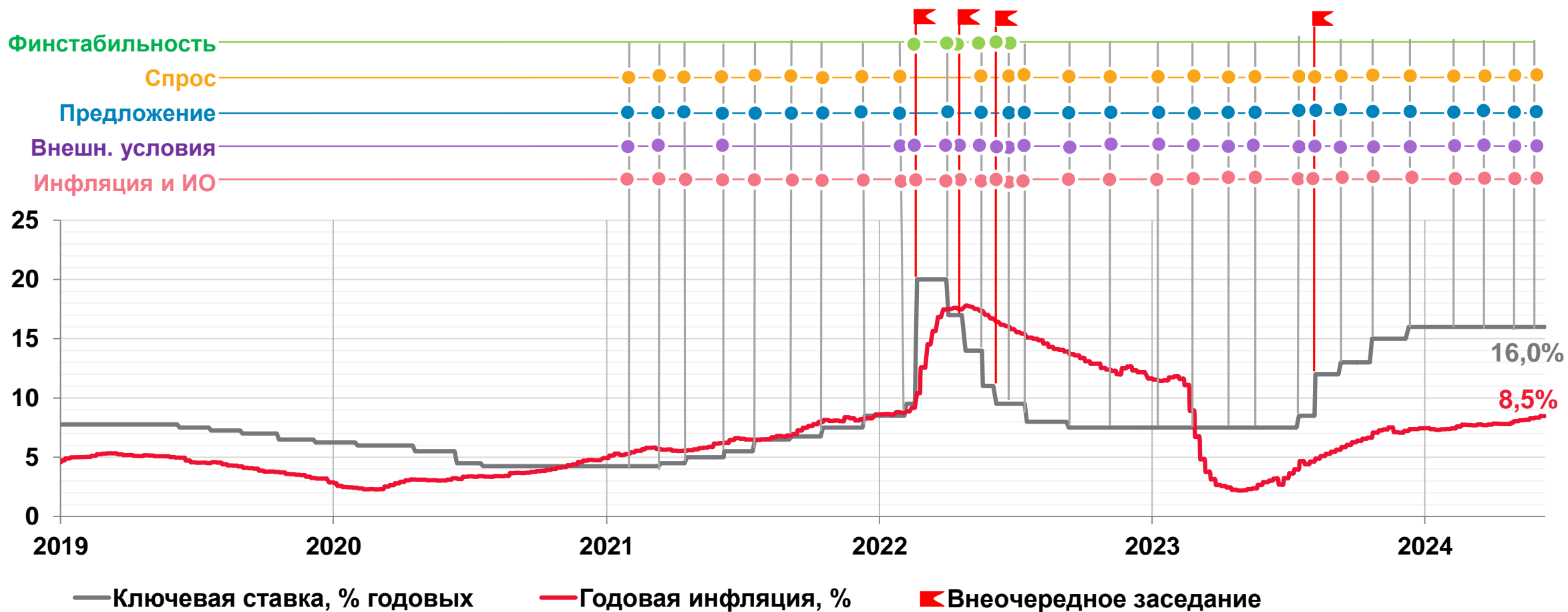
Важность определения источника ценового давления: на стороне спроса или предложения.

Шоки предложения исключают одновременную стабилизацию выпуска и инфляции, затрудняют оценку разрыва выпуска и часто запускают изменение относительных цен.

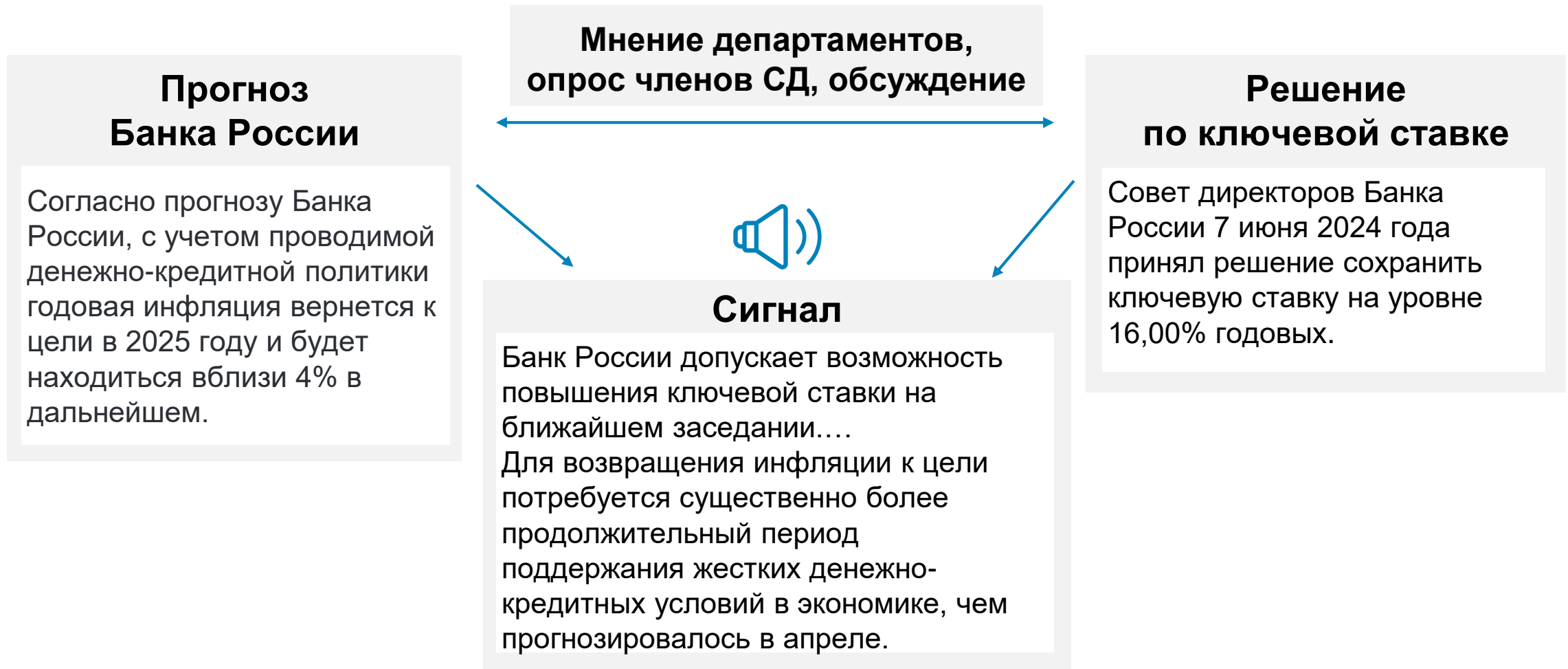
В отсутствие влияния на инфляционные ожидания, центральные банки могут полностью или частично не реагировать на временные всплески инфляции, связанные с изменением *относительных* цен.

Учет факторов финансовой стабильности. Финансовая нестабильность влияет на инфляцию и инфляционные ожидания, и наоборот.

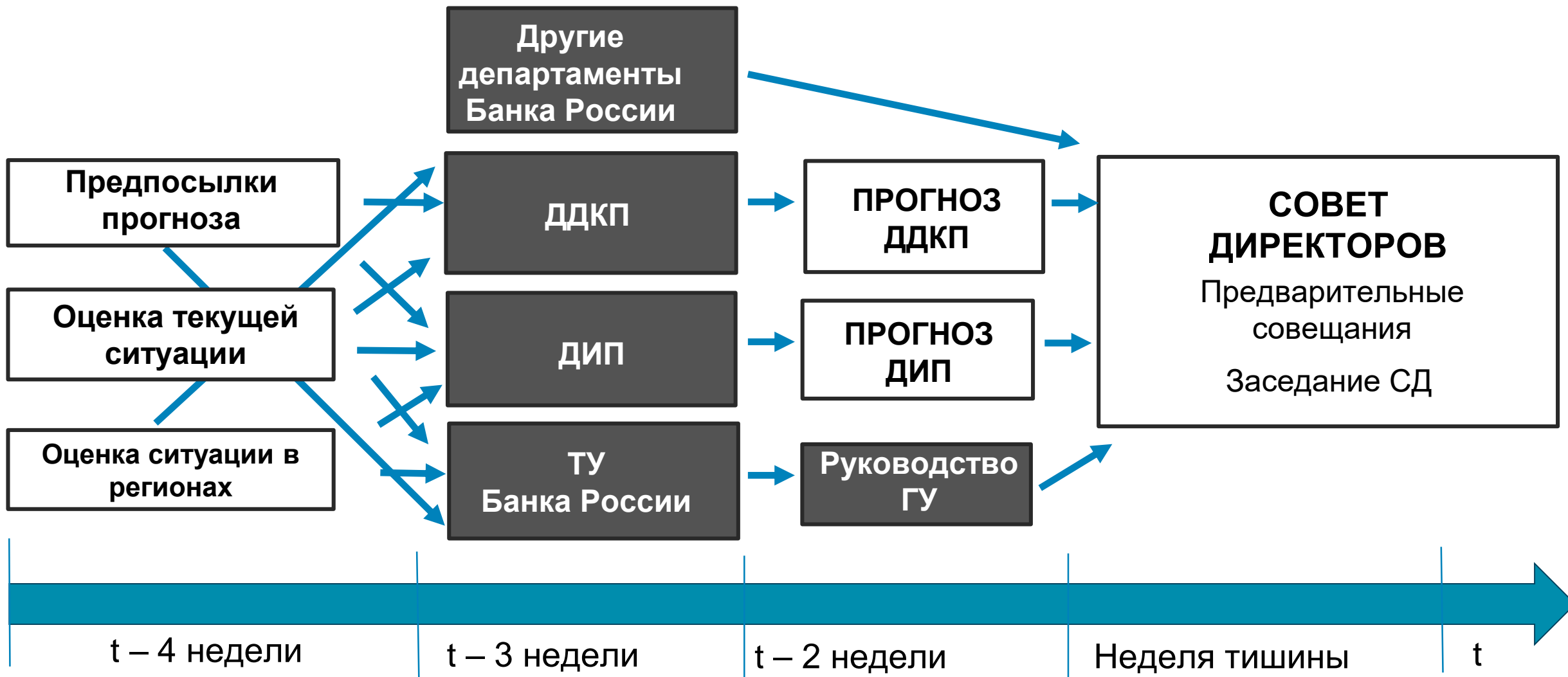
Факторы принятия решений



Составляющие решений по денежно-кредитной политике: Прогноз + решение по ключевой ставке + сигнал



Как ЦБ принимает решения по ставкам



Как ЦБ принимает решения по ставкам

Блоки:

1. **Мировая экономика**
2. **Денежно-кредитные условия**
3. **Реальный сектор**
4. **Инфляция**
5. **Макрополитика**



Горизонт:

Анализ текущей ситуации



Краткосрочный прогноз

(2 квартала)



Среднесрочный прогноз

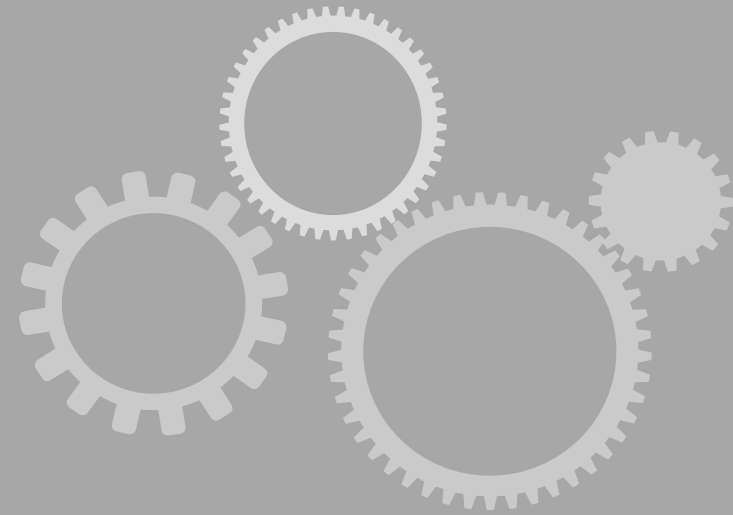
(3 года)



Банк России

2

Как структурные изменения в экономике влияют на инфляцию и на оптимальные решения при таргетировании инфляции.
Структурные сдвиги 2022 года



Инфляция в период структурных изменений: немного теории

Из-за структурной перестройки происходят изменения относительных цен, которые отражаются на показателях инфляции

		Импорт	Отечественный +импортозамещающий потребительский сектор	Итого
До структурных изменений	Спрос, рубли	70	30	100
	Рост цен за год, %	4	4	$4*0,7+4*0,3=4$

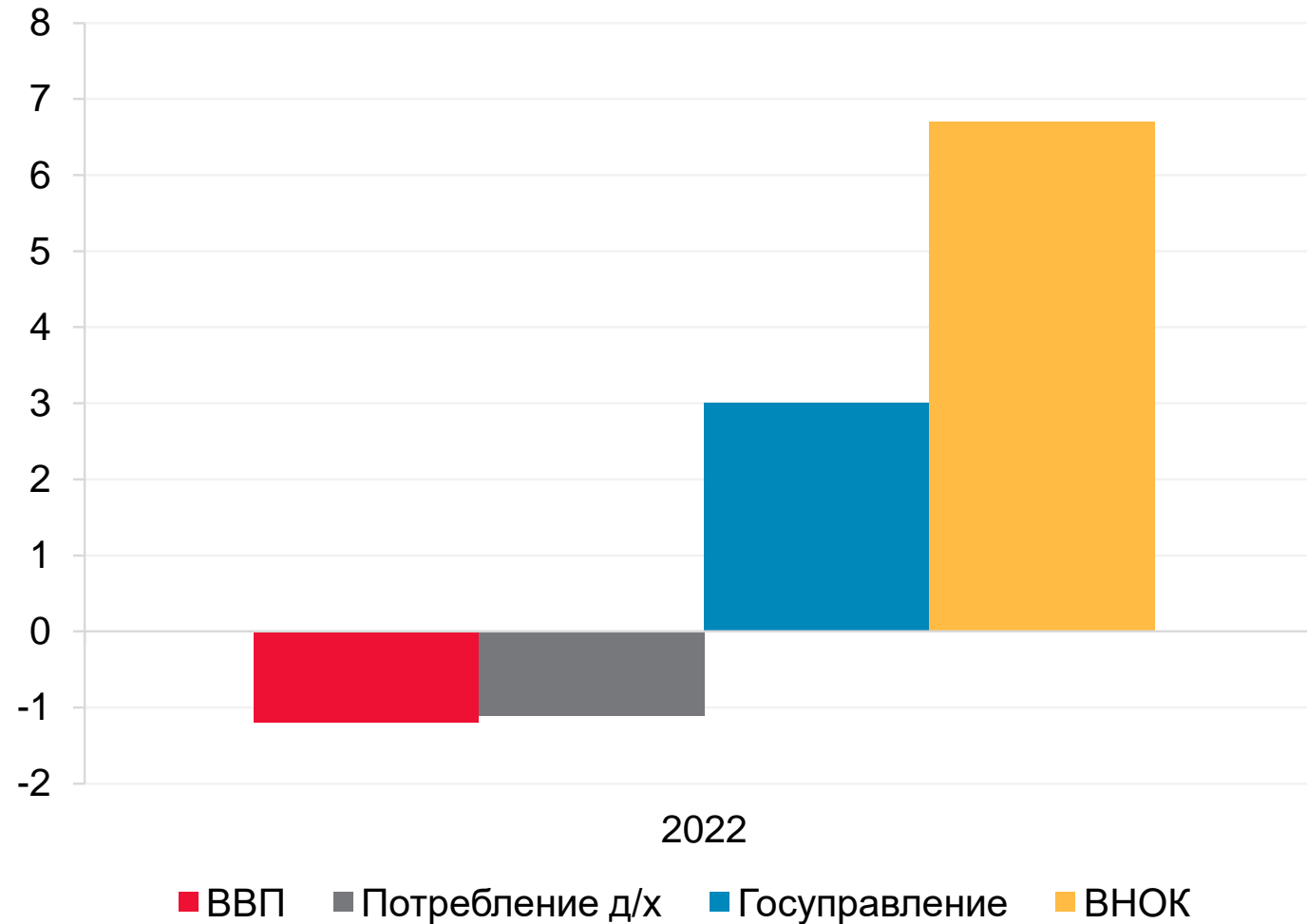
После	Спрос	10	90	100
	Рост цен	30	2	$2*0,9+30*0,1=4,8$

Структурные сдвиги 2022 года

$$Y = C \downarrow + I \uparrow + G \uparrow + Ex \uparrow - Im \downarrow$$

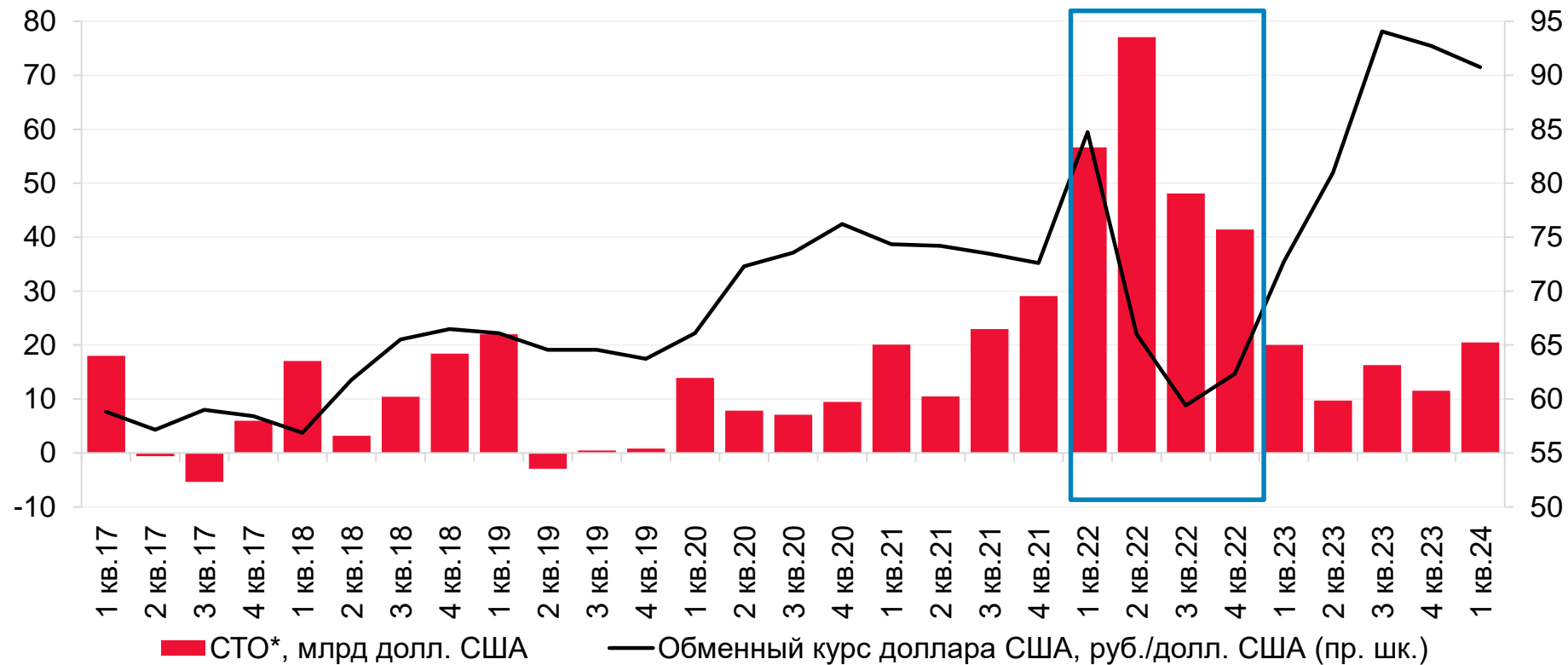
Структурные сдвиги 2022 года

Динамика ВВП и некоторых (открытых) компонент ВВП в ценах 2021 года, в процентах к ВВП 2021 года



Ограничение импорта (физическое и финансирования) в 2022 году стало одним из факторов структурной перестройки экономики

Динамика счета текущих операций (слева) и обменного курса (справа)

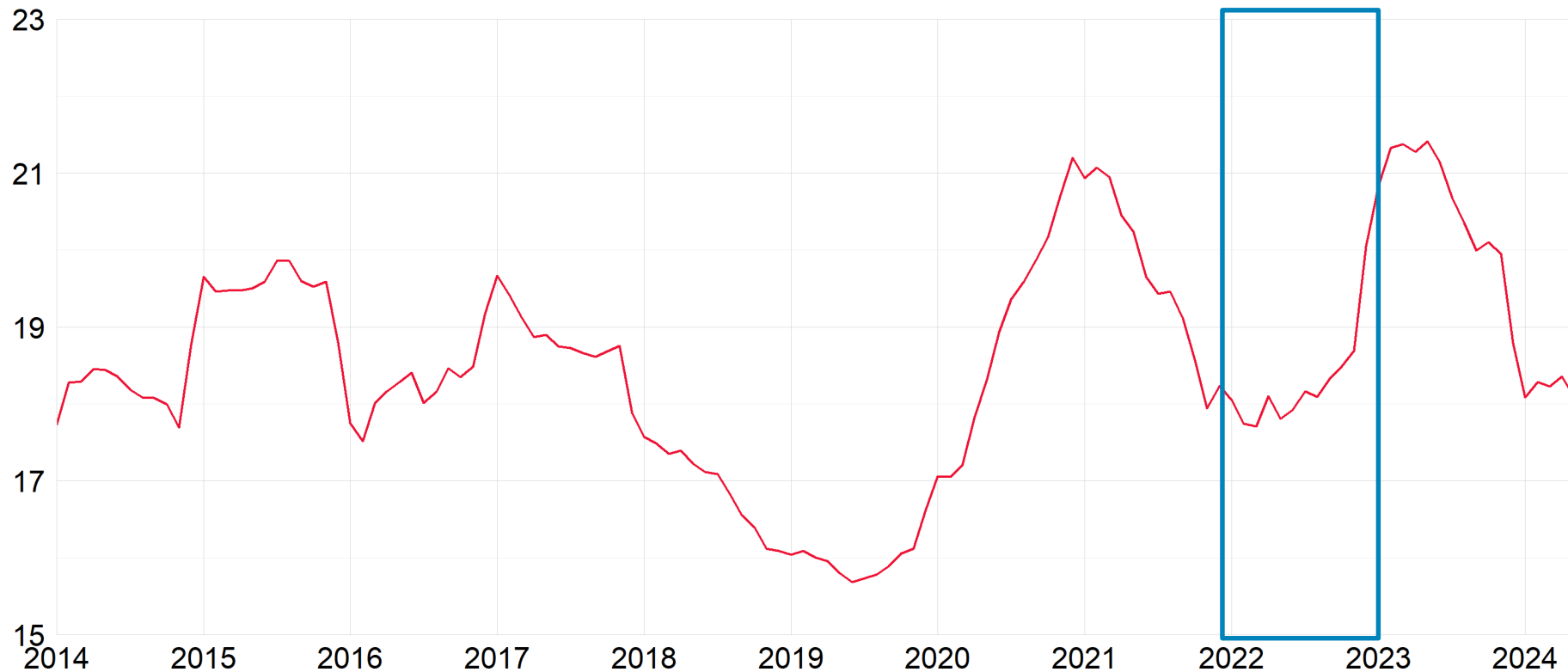


* За вычетом операций Банка России по покупкам/продажам по поручениям Минфина в рамках бюджетного правила.

Источник: Банк России, расчеты ДИП

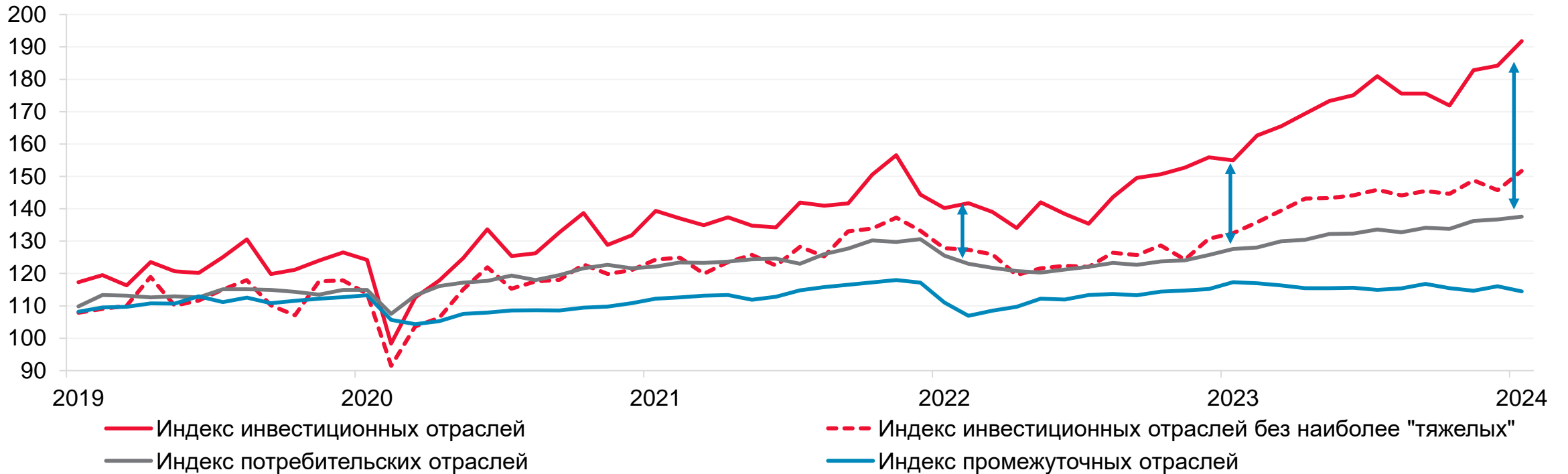
Другим фактором структурных изменений стал рост расходов бюджета

Расходы федерального бюджета, % ВВП, скользящие за 12 месяцев



Импортозамещение и «поворот на Восток» требуют опережающего роста инвестиций

Динамика обрабатывающей промышленности по товарным группам (2014 = 100%), SA

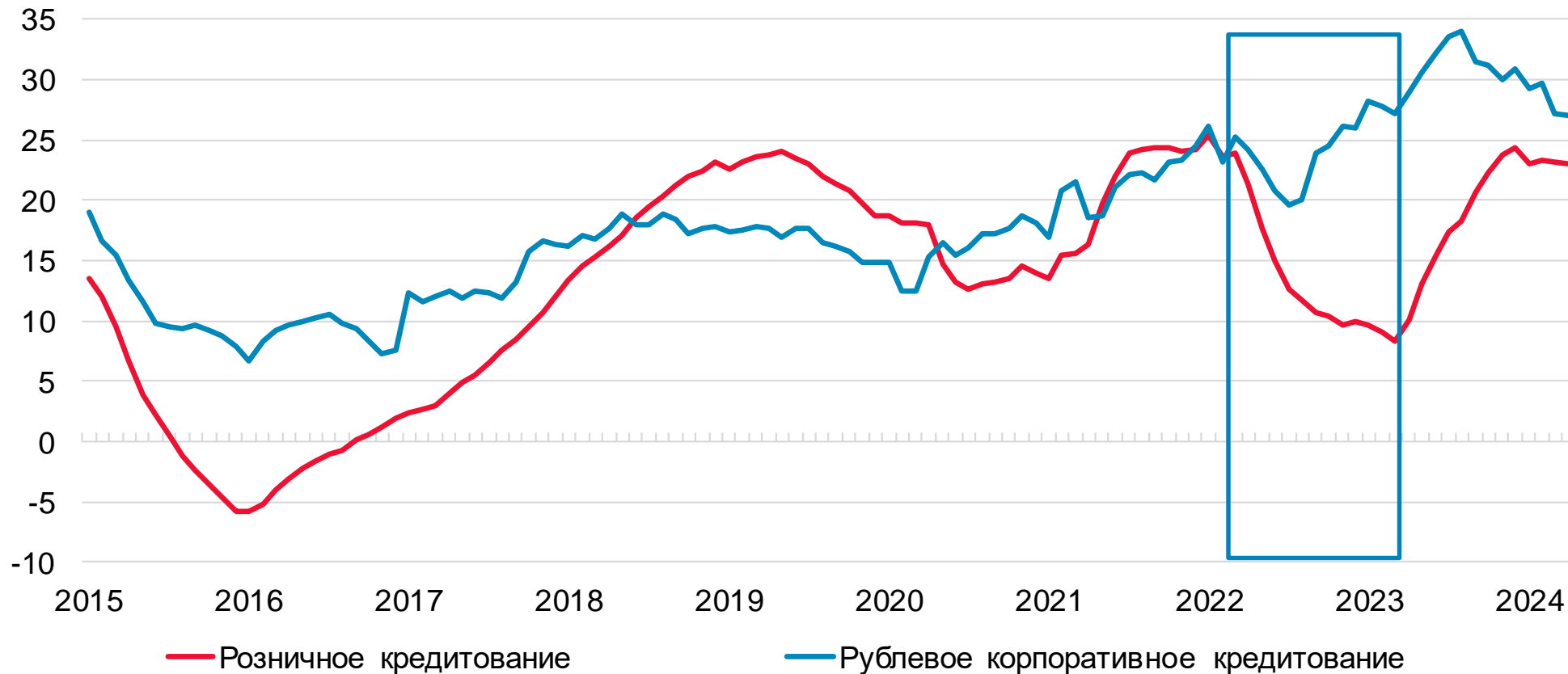


Примечание: под наиболее «тяжелыми» отраслями инвестиционной группы подразумеваются производства «готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования» и «прочих транспортных средств и оборудования», которые имеют наибольший вес в структуре ВДС инвестиционной группы.

Источники: Росстат, расчеты ДИП

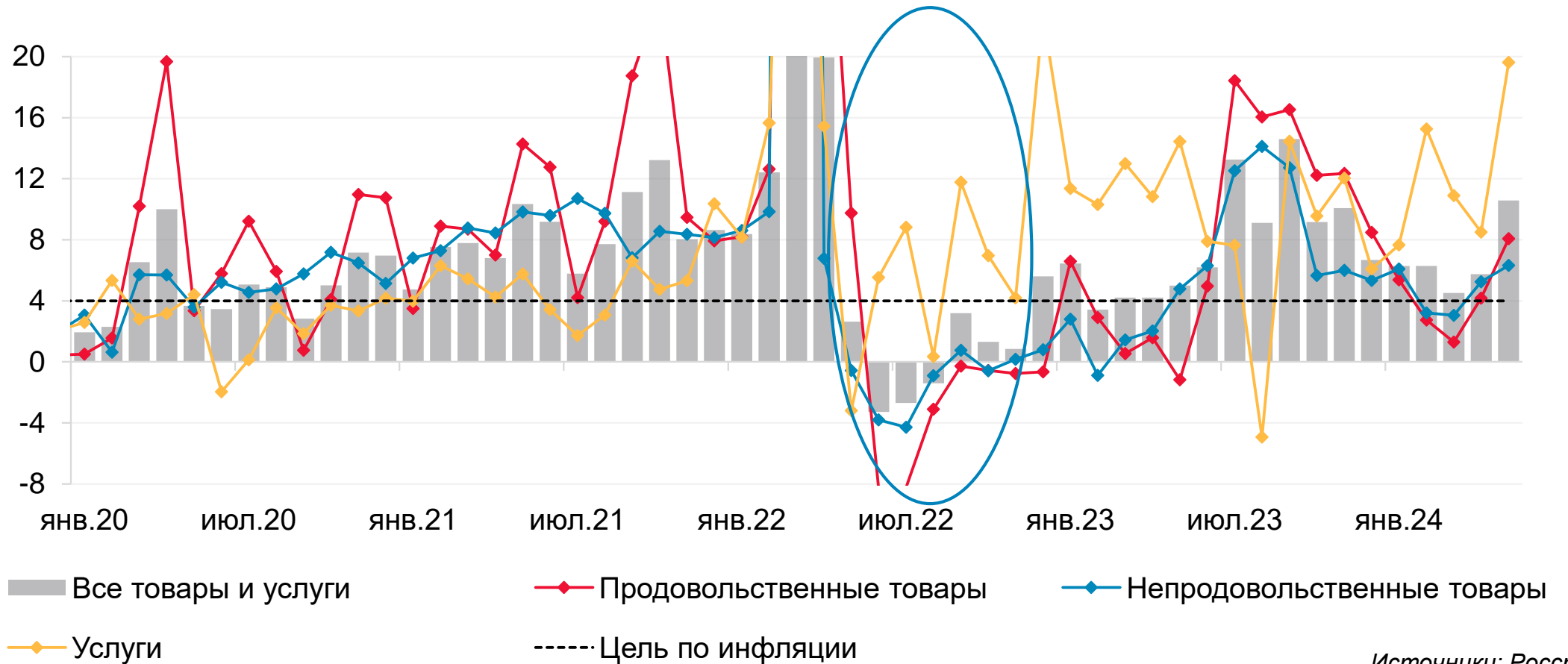
При этом рост кредитования в 2022 году оказался сдержанным

Прирост рублевого кредитного портфеля, % г/г



Ограничения импорта должны были привести к росту цен. А после первоначального всплеска инфляция резко замедлилась. Почему?

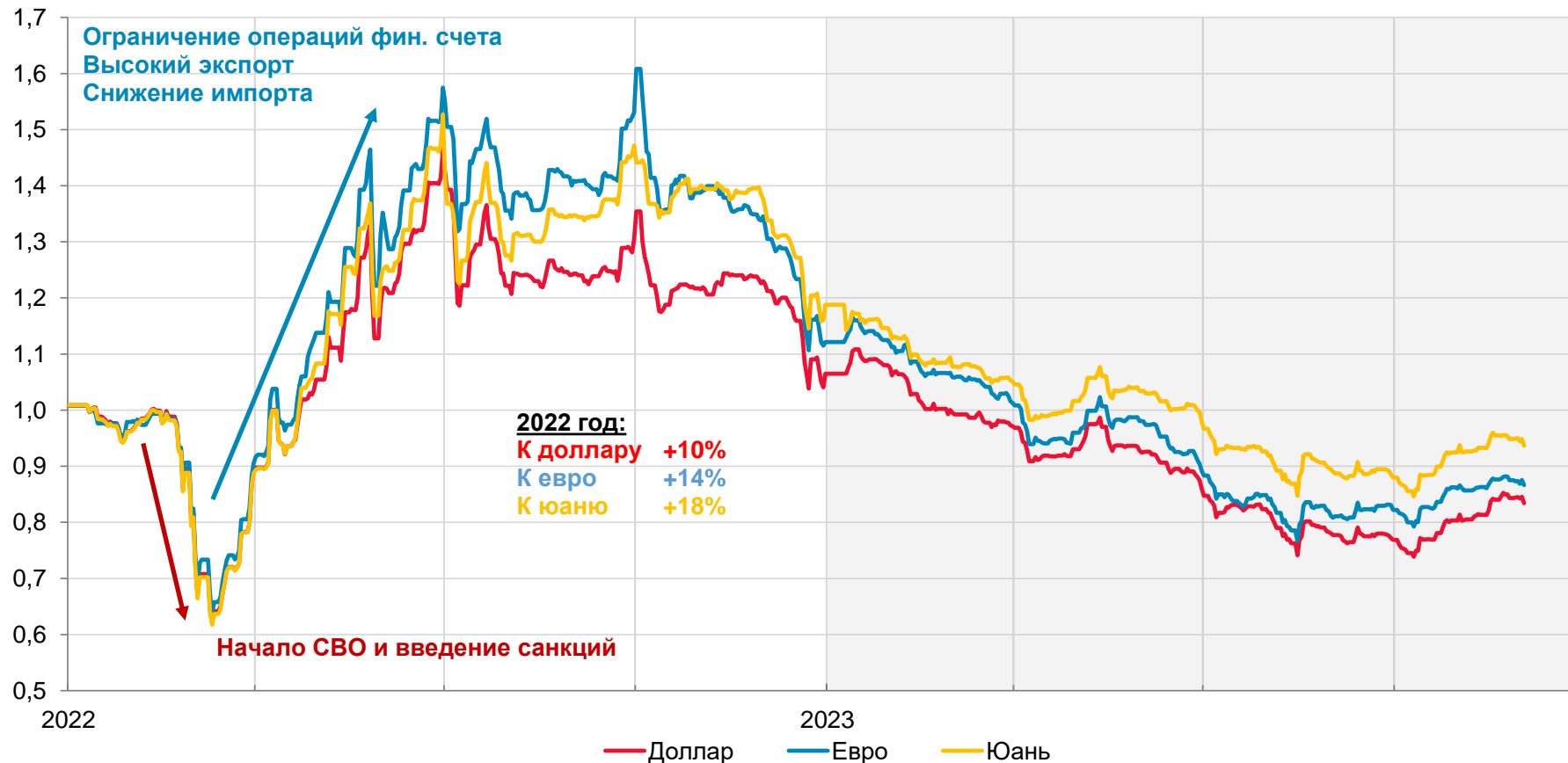
Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП

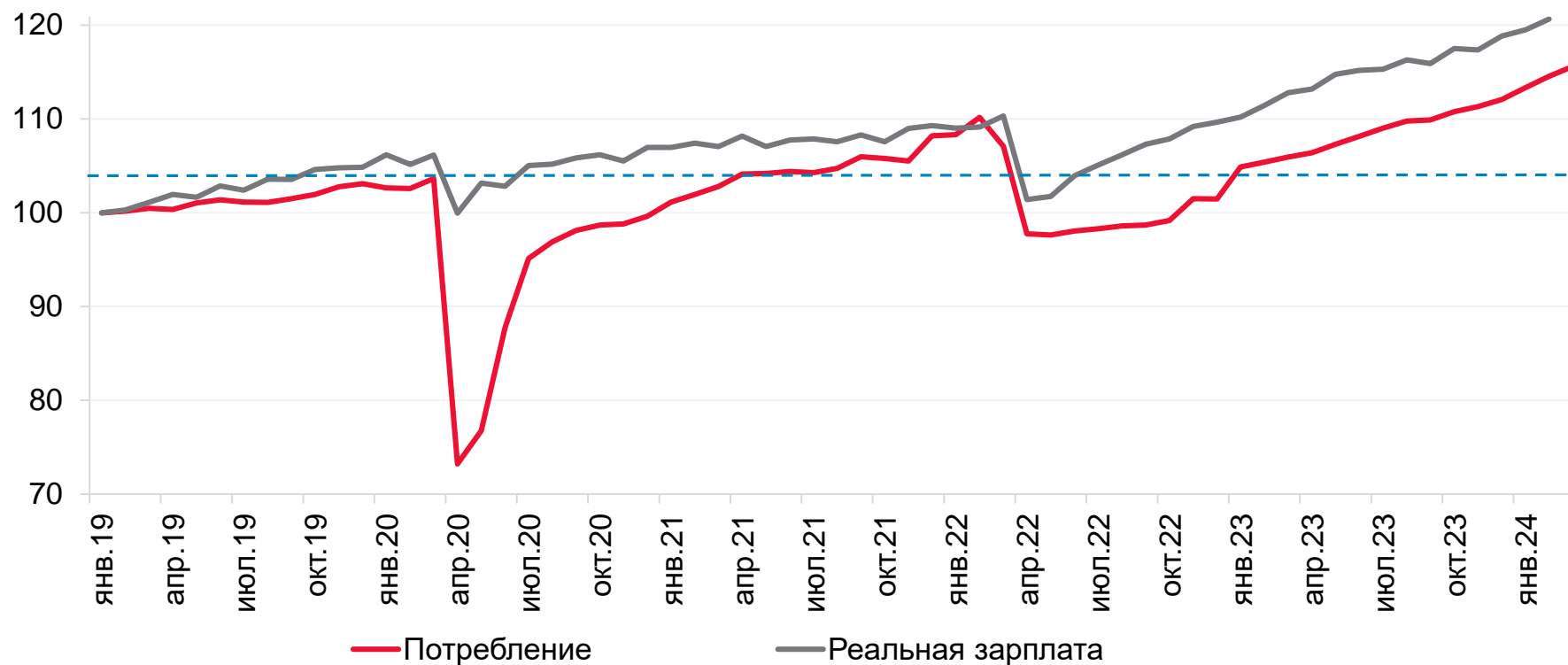
На стороне предложения: укрепление рубля в 2022 году и адаптация импортеров к новым условиям позволило существенно ослабить инфляционное давление

Номинальные индексы курса рубля ("+" - укрепление)



На стороне спроса: после периода ажиотажа, умеренный потребительский спрос из-за высокой неопределенности дополнительно ослабил инфляционное давление в 2022 году

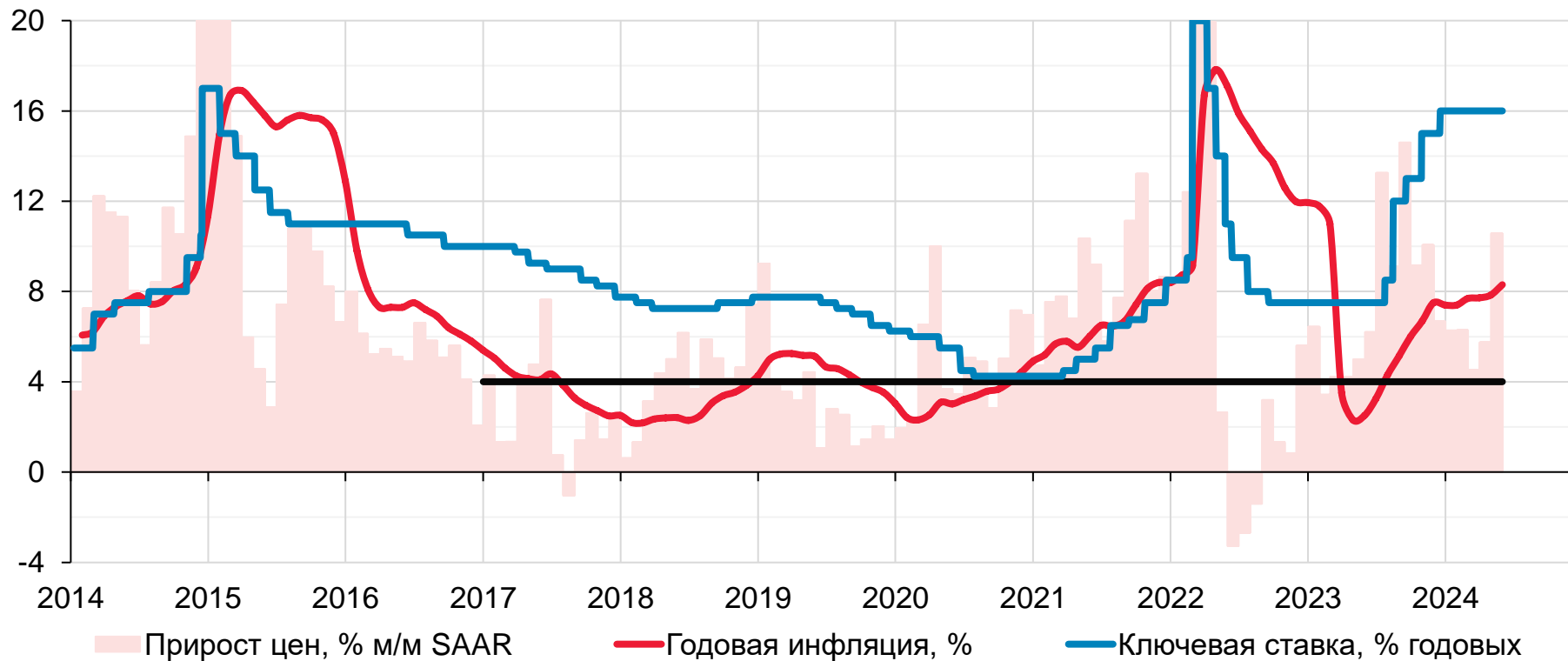
Реальные заработные платы и потребление (сумма оборота розничной торговли, сегмента услуг и общепита), индекс, янв. 2019 = 100% (сезонность устранена)



Источники: Росстат, расчеты ДИП

Банк России после повышения ставки в марте 2022 года до 20%, к сентябрю 2022 г. снизил ставку до 7,5%

Ключевая ставка и инфляция



Из заявления Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России и Сессии вопросов и ответов, 16 сентября 2022 года

«Суммируя, мы считаем, что структурная перестройка экономики **будет сопровождаться ускорением роста цен**, несмотря на отдельные периоды их коррекции.

Это важное обстоятельство, на основе которого **мы прогнозируем инфляцию выше цели в следующем [2023] году** и которое учитываем при проведении денежно-кредитной политики.»

«По нашему прогнозу, ... инфляция в 2023 году составит 5–7%. Денежно-кредитная политика направлена на то, чтобы вернуть ее к 4% в 2024 году.»

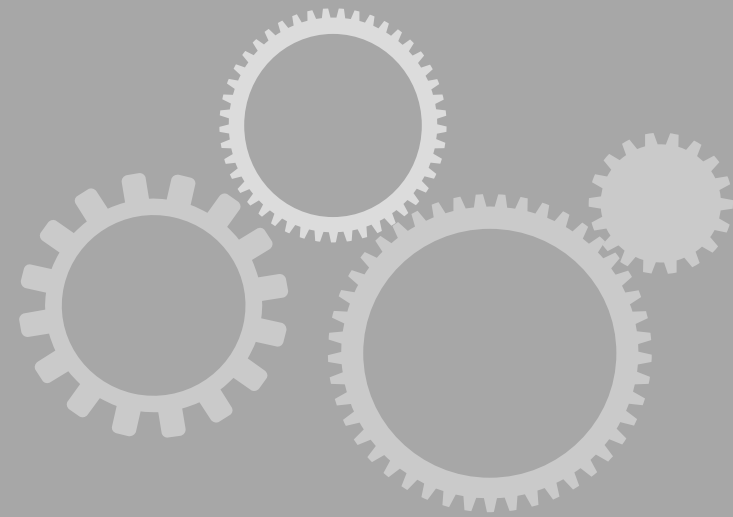
«Мы прекрасно понимаем, что в *кризисные периоды бюджетный дефицит возрастает*, нужно профинансировать многие расходы антикризисного характера и структурной перестройки экономики, но, тем не менее, мы ожидаем, что *бюджетный дефицит должен в долгосрочном плане сокращаться.*»



Банк России

3

Как изменилась ситуация в 2023 году

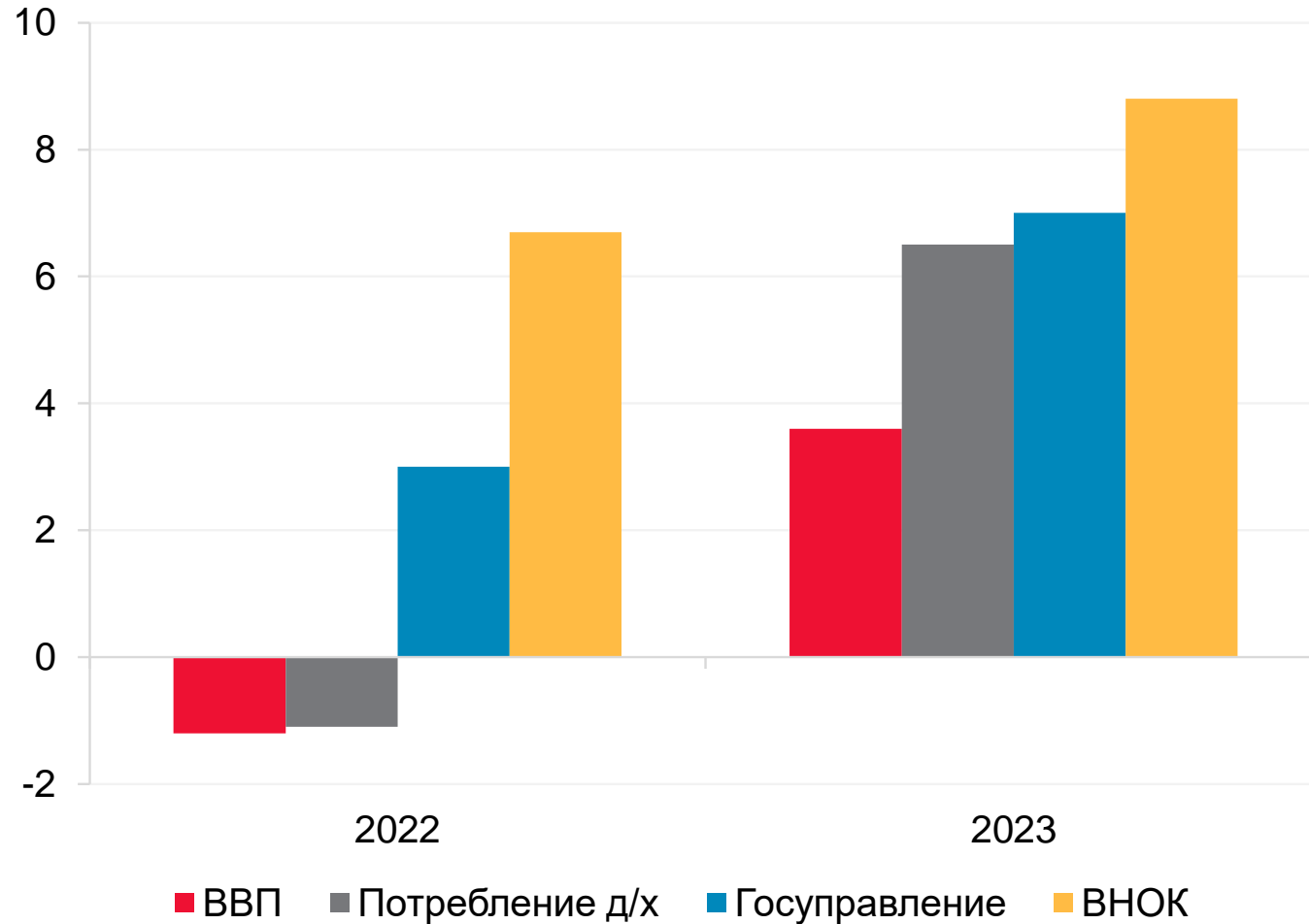


Что изменилось в 2023 году

$$Y = C \uparrow + I \uparrow + G \uparrow + Ex \downarrow - Im \uparrow$$

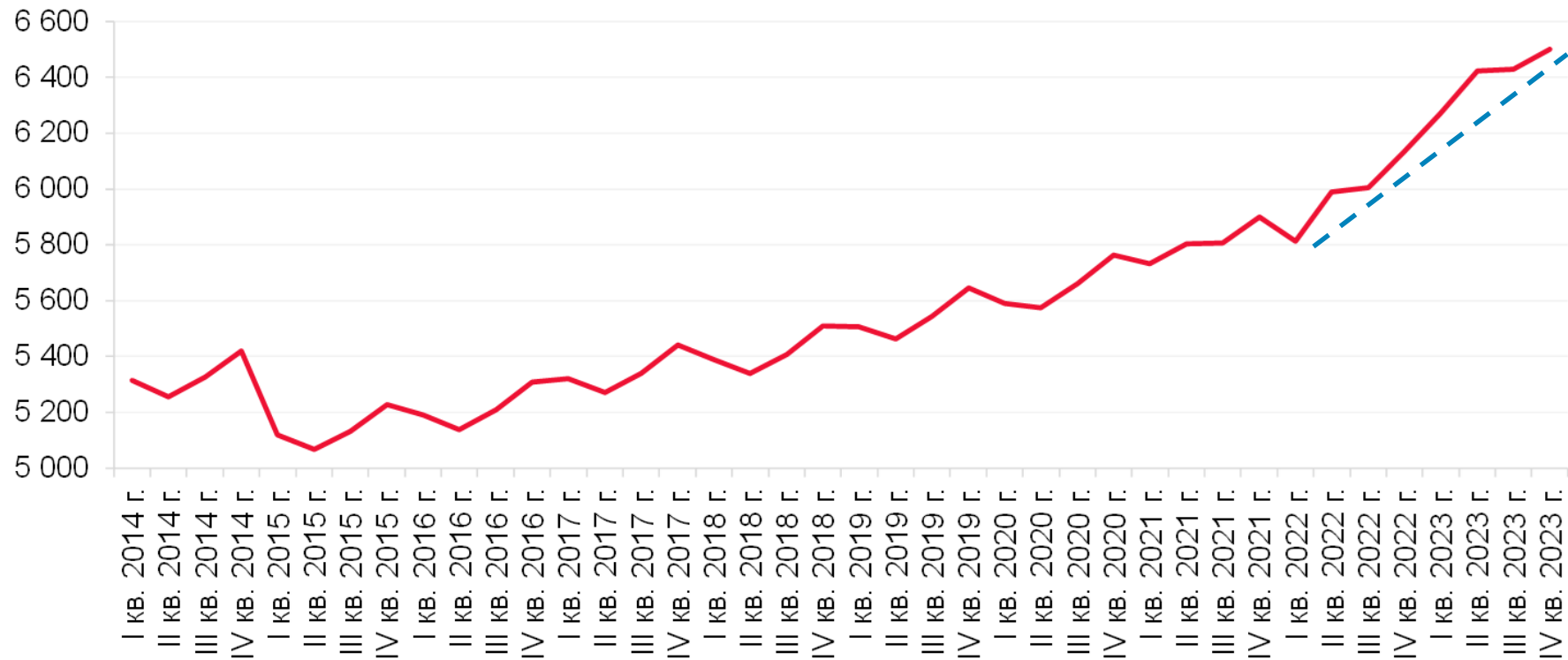
Что изменилось в 2023 году

Динамика ВВП и некоторых (открытых) компонент ВВП в ценах 2021 года, рост в процентах к ВВП предыдущего года



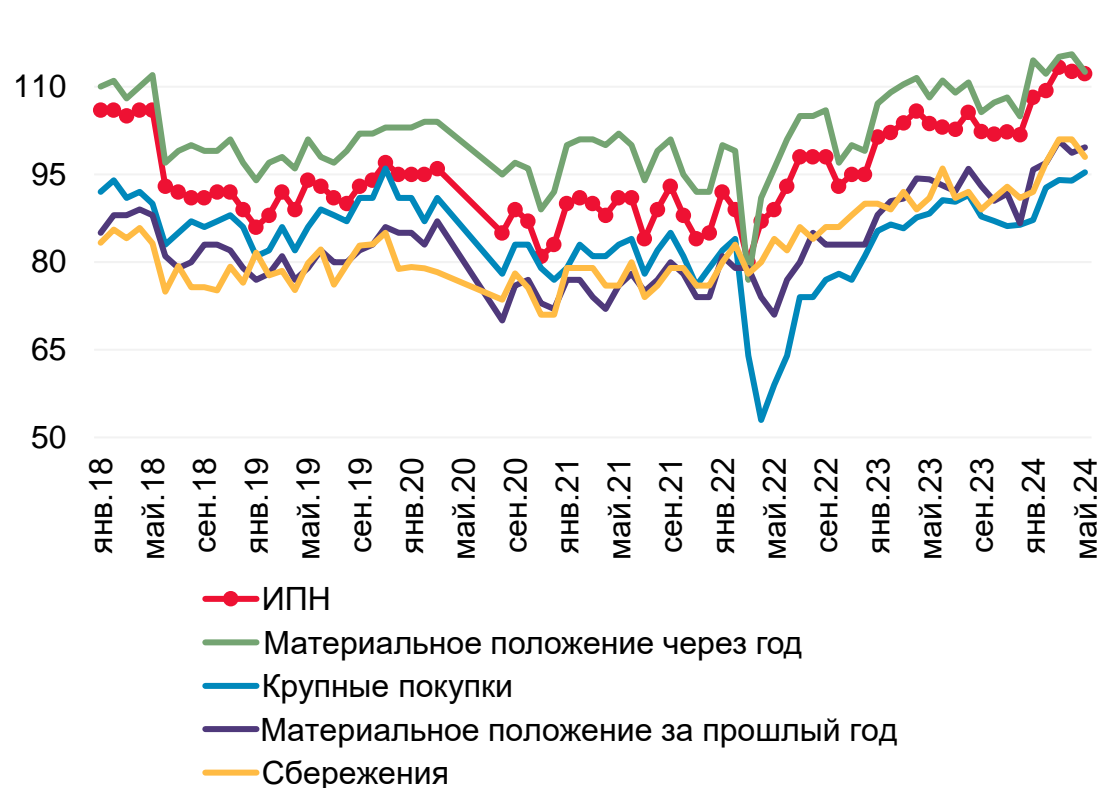
Дополнительный стимул спроса со стороны бюджета

Расходы сектора гос.управления на конечное потребление, млрд. руб., в ценах 2021 года

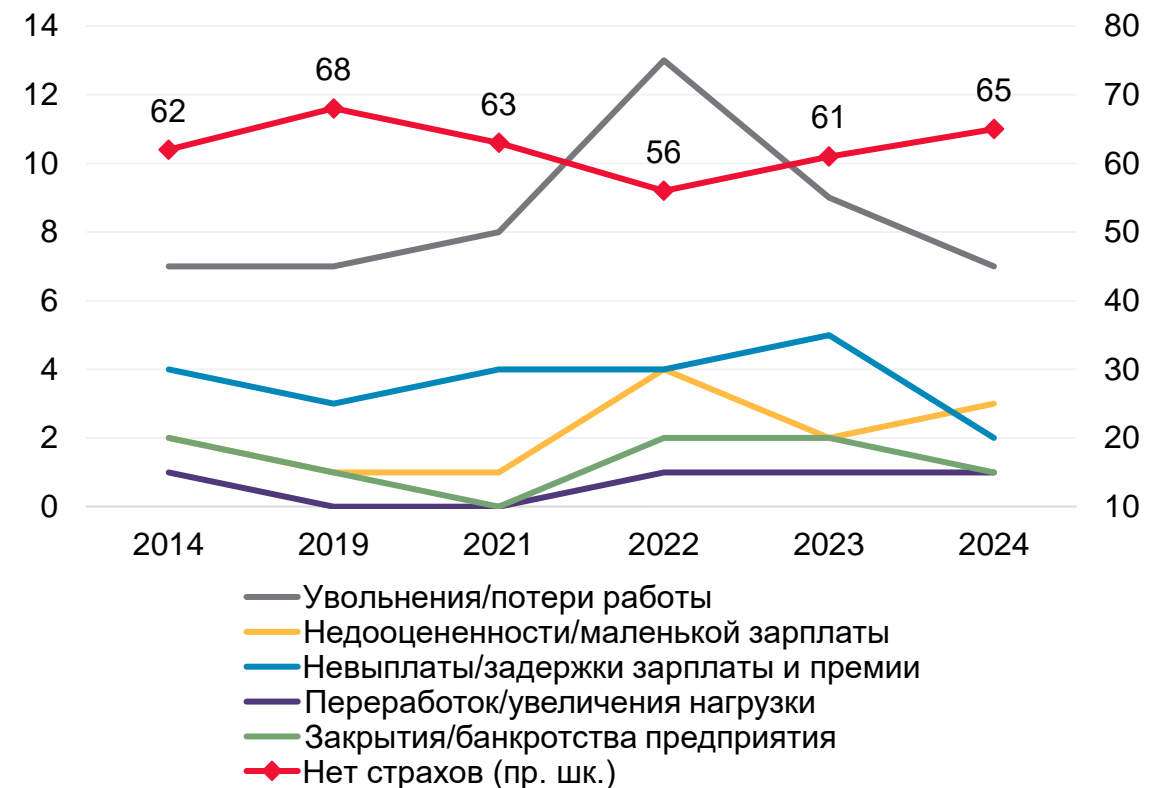


Изменение поведения потребителей

Индексы потребительских и финансовых настроений, п.

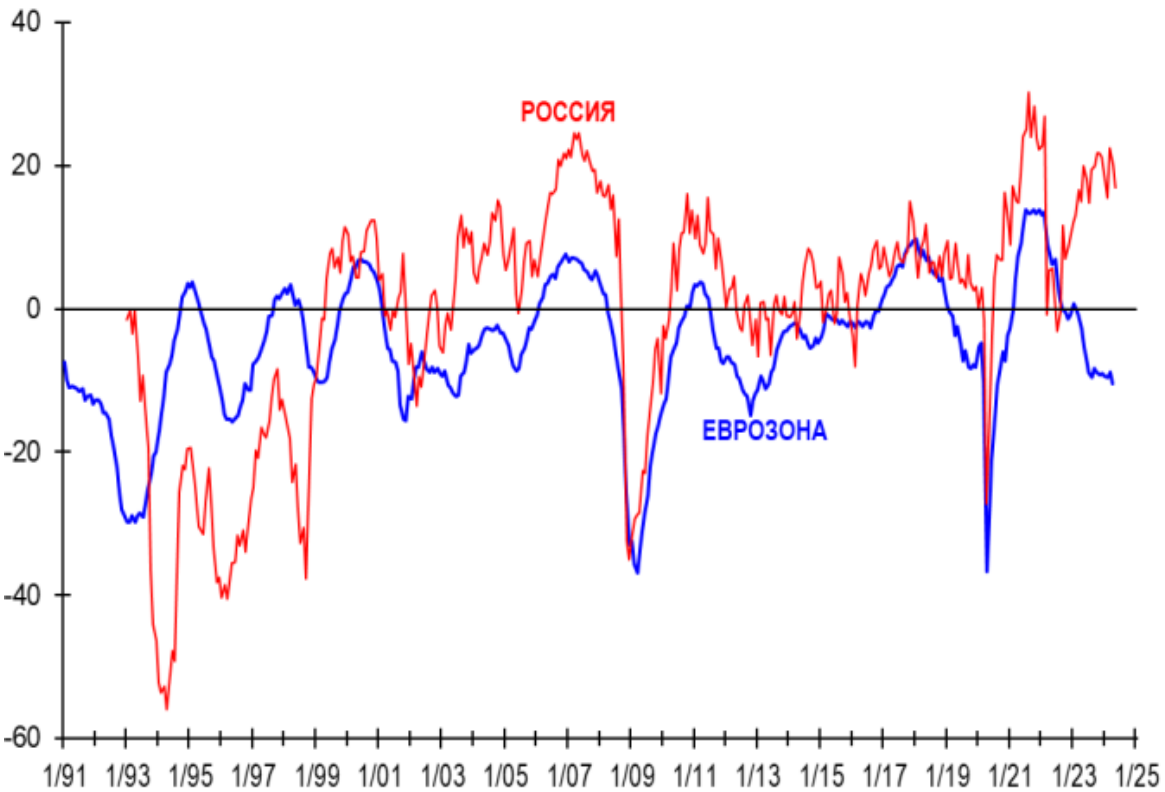


«Есть ли у вас страхи, связанные с вашей работой? Если есть, то какие?», %



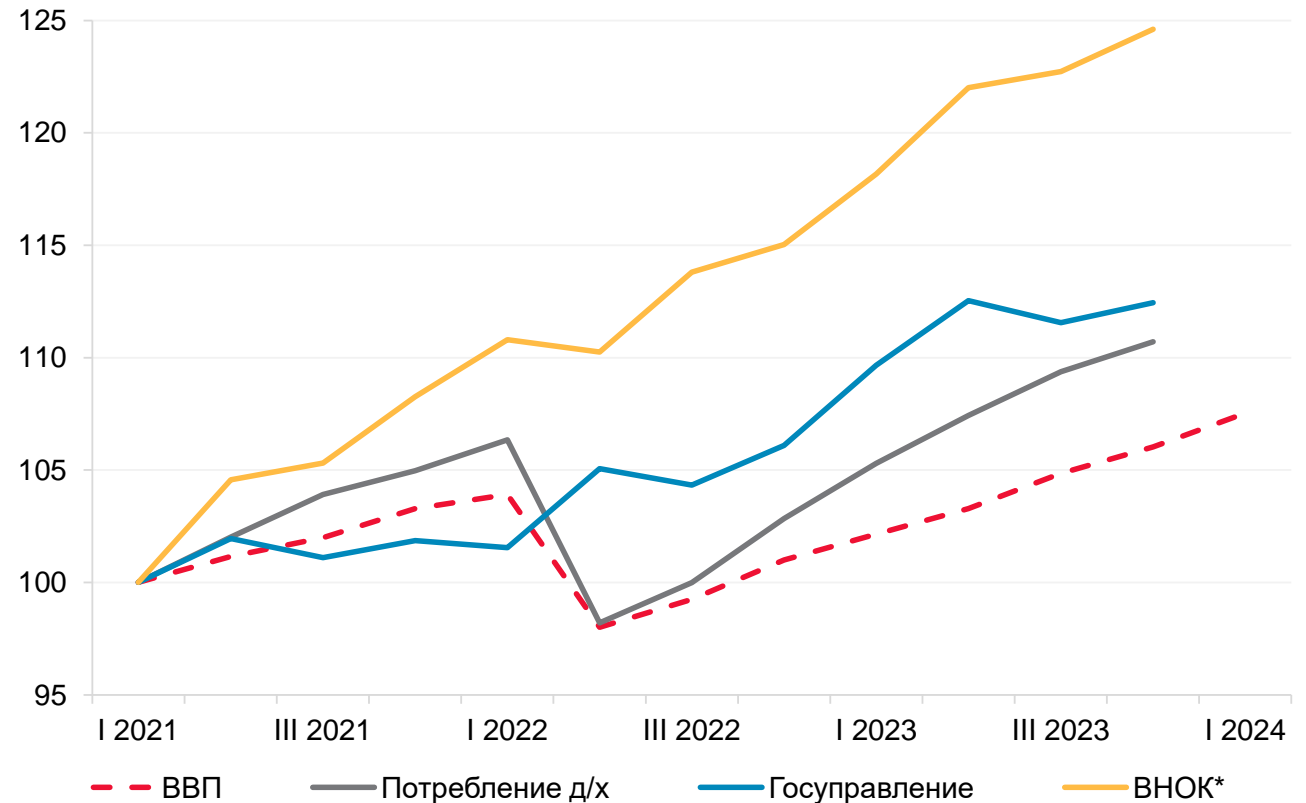
Рост оптимизма бизнеса и опережающий рост инвестиций

Индекс промышленного оптимизма, OECD Industrial confidence indicator



Источник: OECD

Динамика ВВП и основных компонент ВВП, I квартал 2021=100

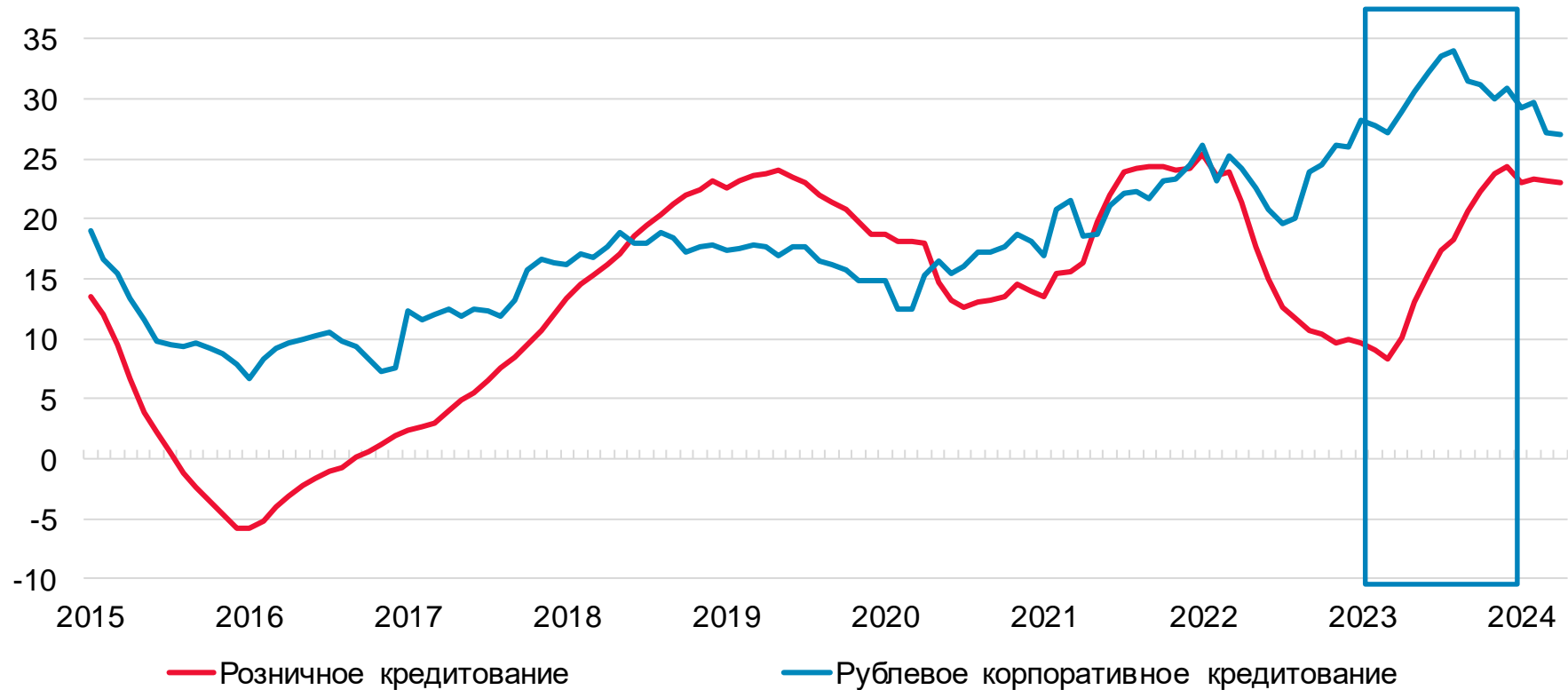


* - валовое накопление основного капитала

Источник: Росстат

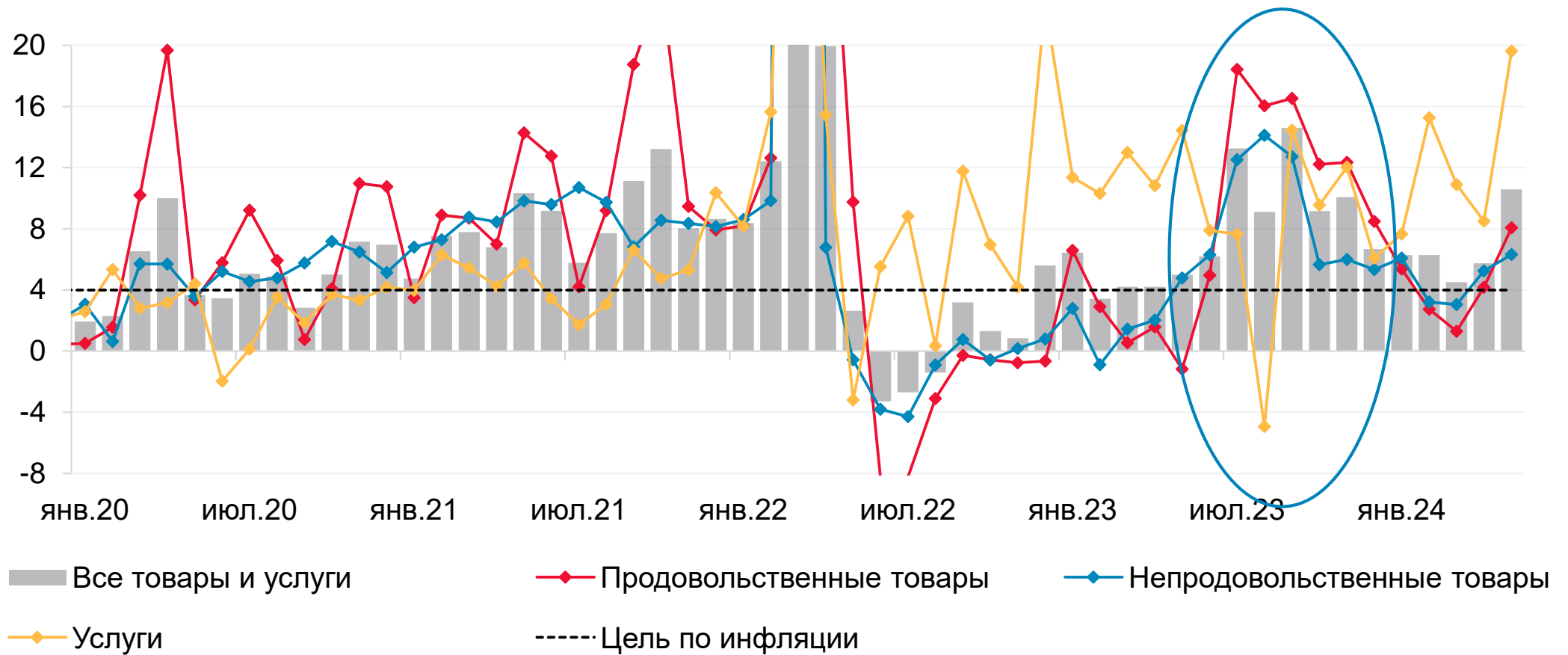
Кредитная активность начала восстанавливаться

Прирост рублевого кредитного портфеля, % г/г



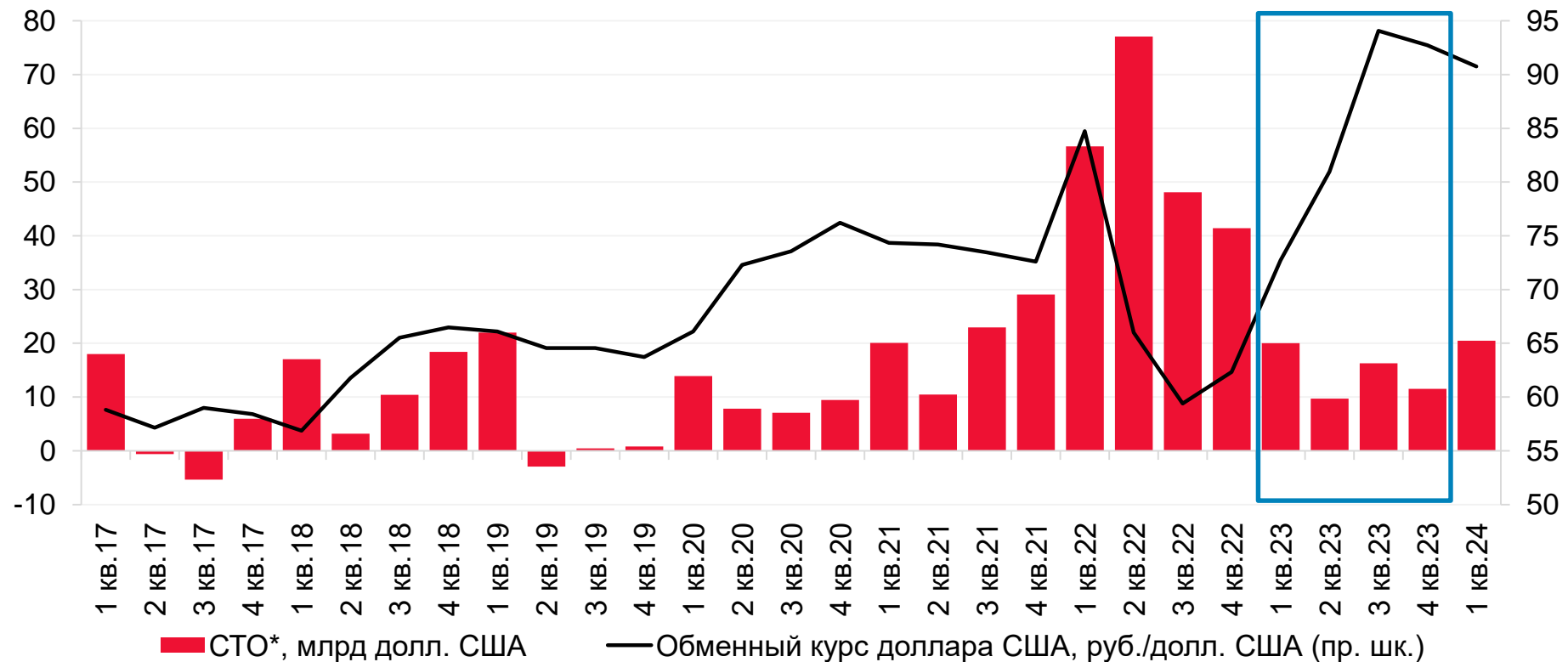
Рост спроса привел к развороту инфляции – она начала расти

Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



В 2023 году экспорт сократился, а импорт вырос

Динамика счета текущих операций (слева) и обменного курса (справа)

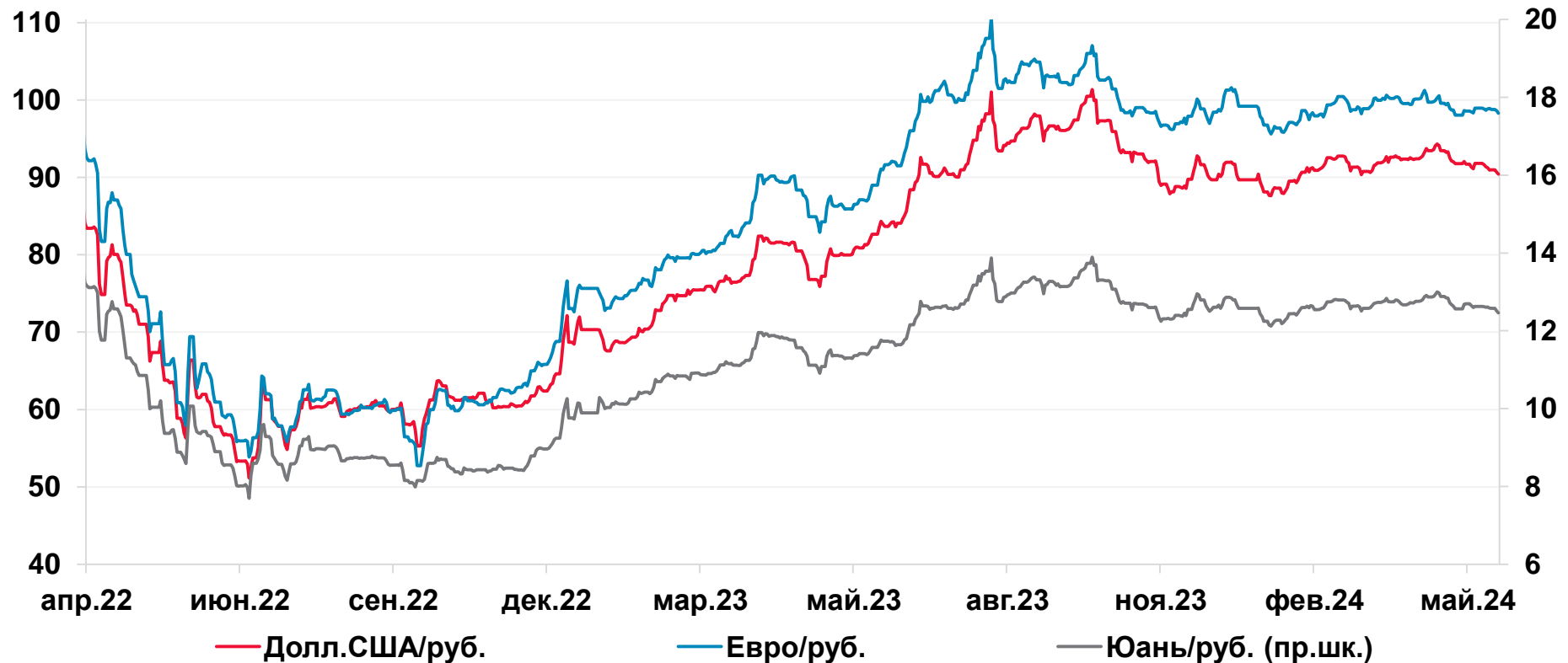


* За вычетом операций Банка России по покупкам/продажам по поручениям Минфина в рамках бюджетного правила.

Источник: Банк России, расчеты ДИП

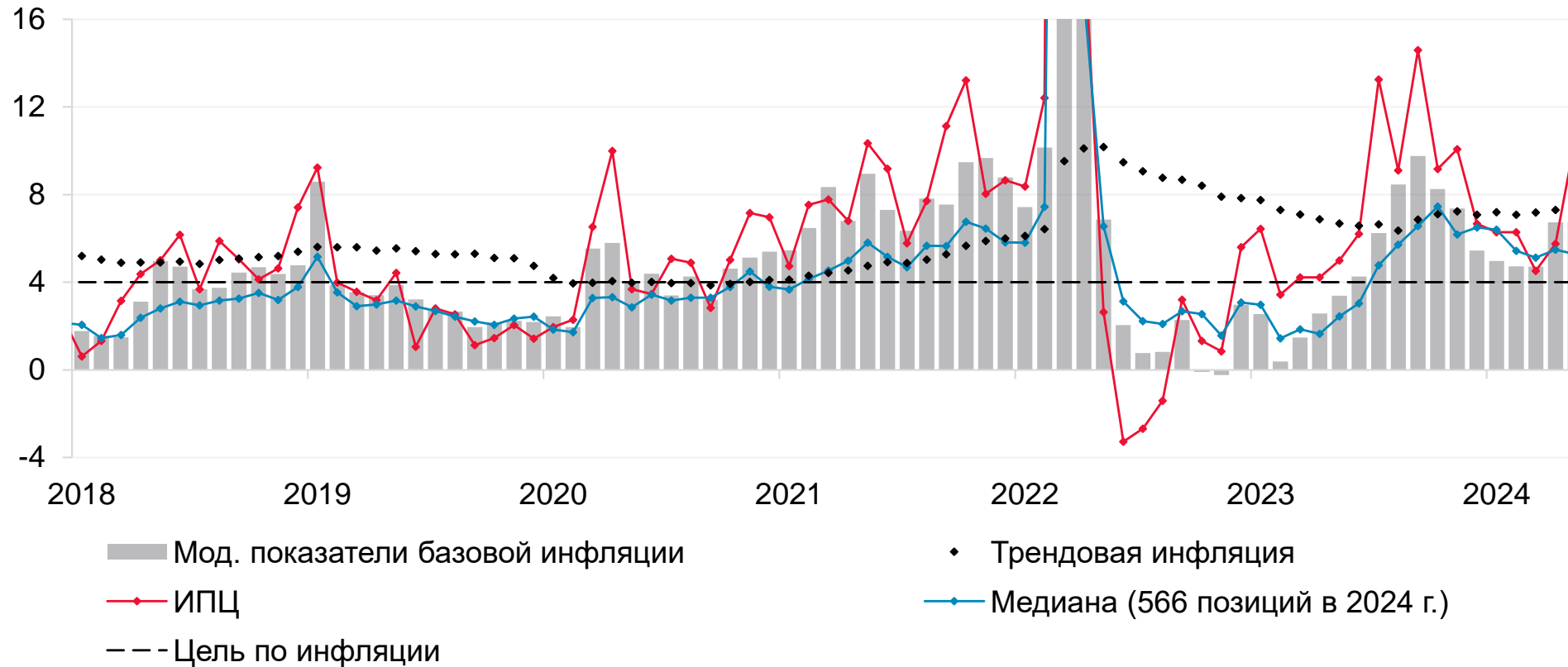
Дополнительный фактор: ослабление рубля из-за восстановления спроса на импорт при снижении выручки от экспорта

Динамика курсов валют Банка России



Стали расти показатели устойчивой инфляции

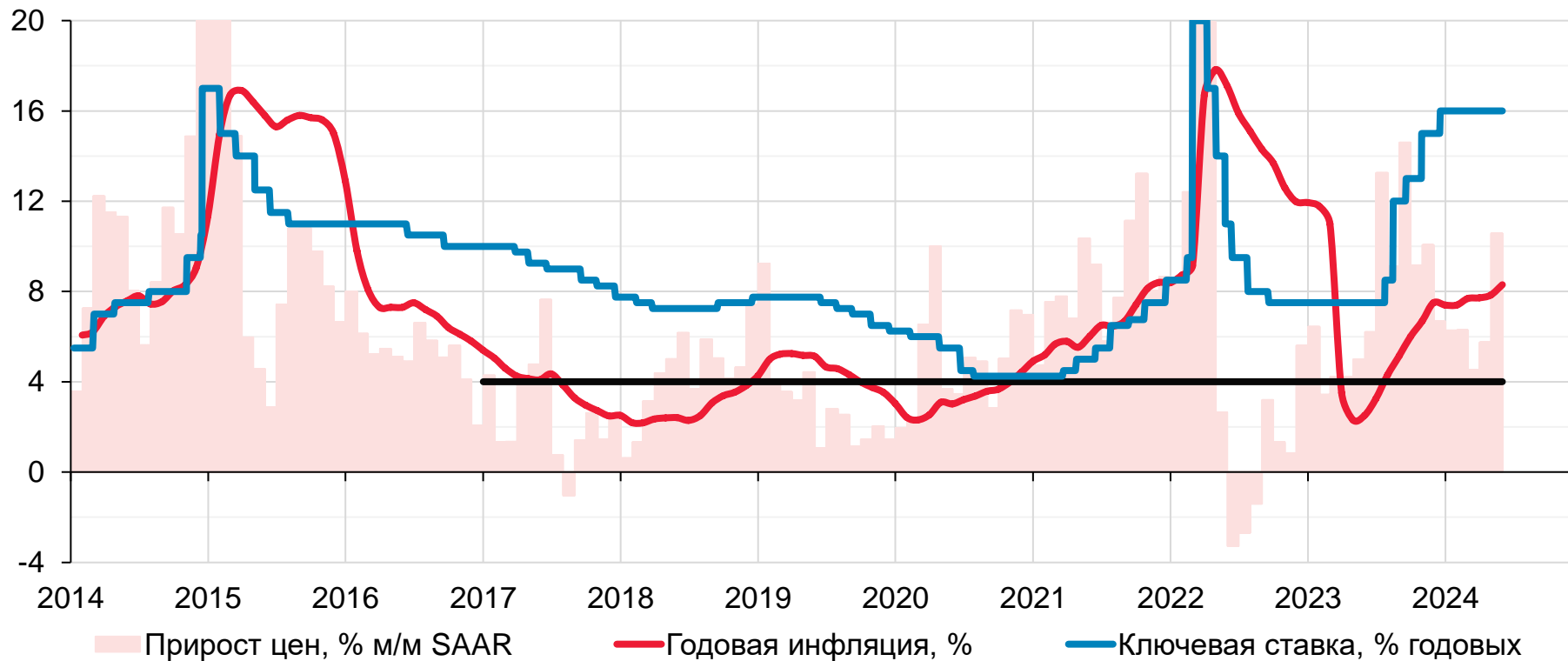
Медиана, модифицированные показатели базовой инфляции* (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



*Показатели рассчитаны методом исключения наиболее волатильных компонентов и методом усечения.

Банк России быстро повысил ключевую ставку

Ключевая ставка и инфляция



Из заявления Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России и Сессии вопросов и ответов, **15 декабря 2023 года**

Банк России принял решение повысить ключевую ставку на 100 б.п., до 16,00% годовых.

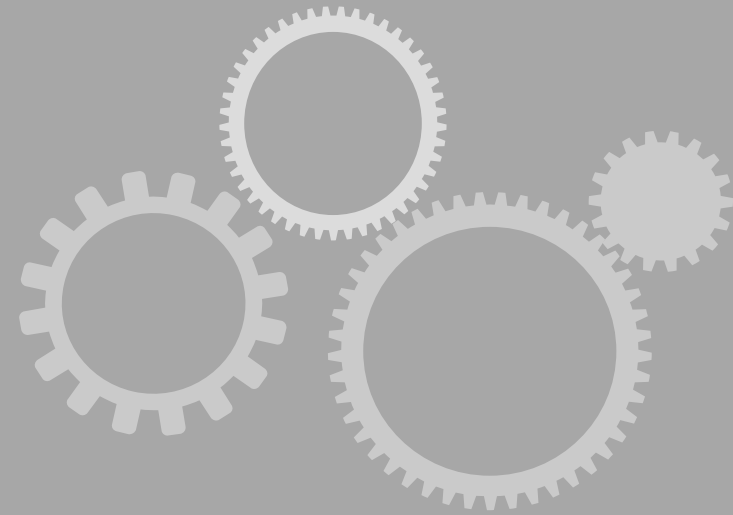
Отклонение российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста во втором полугодии 2023 года оказалось более значительным, чем Банк России оценивал в октябре.

Устойчивое инфляционное давление в последние месяцы усилилось. Это объясняется **более быстрым ростом внутреннего спроса** по сравнению с возможностями расширения выпуска товаров и услуг, чем Банк России оценивал ранее.

Согласно прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2024 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

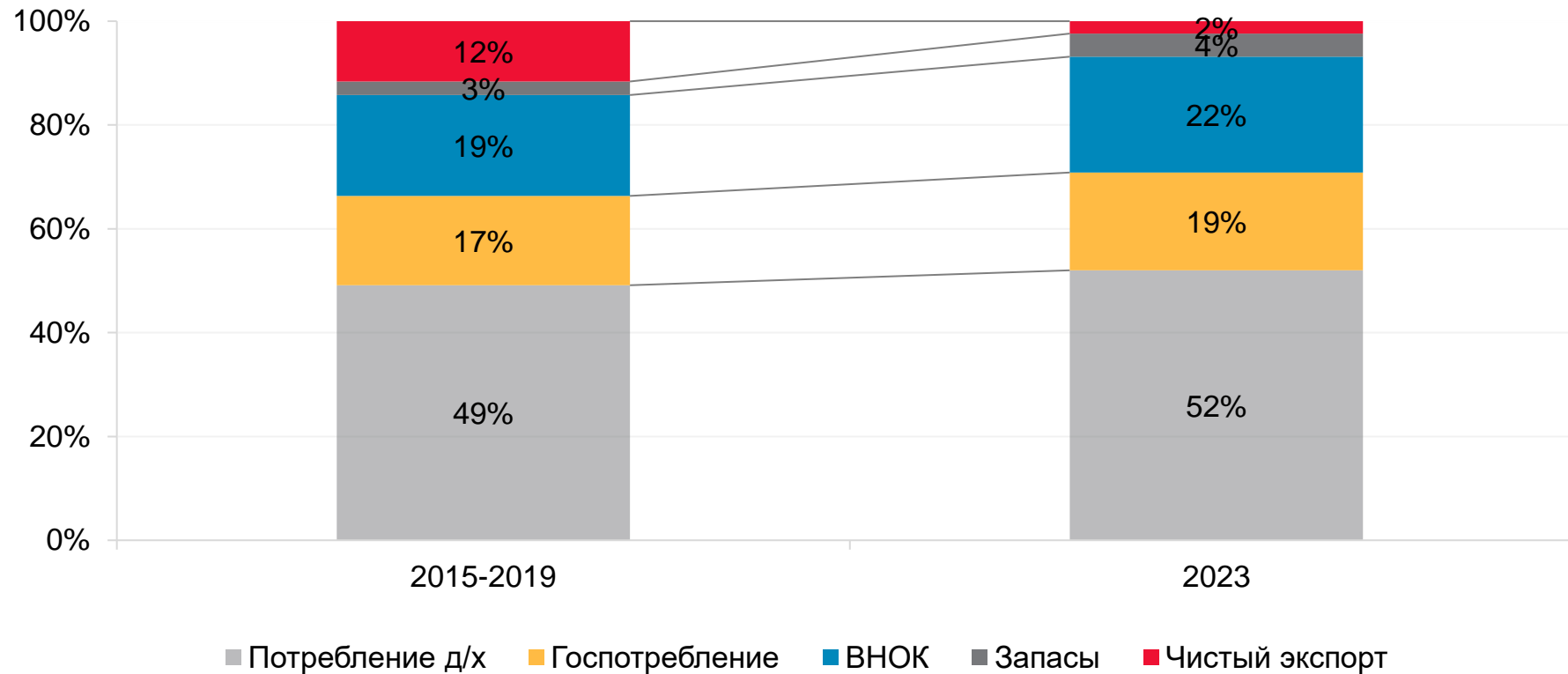
В случае дополнительного расширения бюджетного дефицита проинфляционные риски вновь возрастут и **может потребоваться более жесткая денежно-кредитная политика для возвращения инфляции к цели в 2024 году и ее поддержания вблизи 4% в дальнейшем.**

4 Где мы сейчас



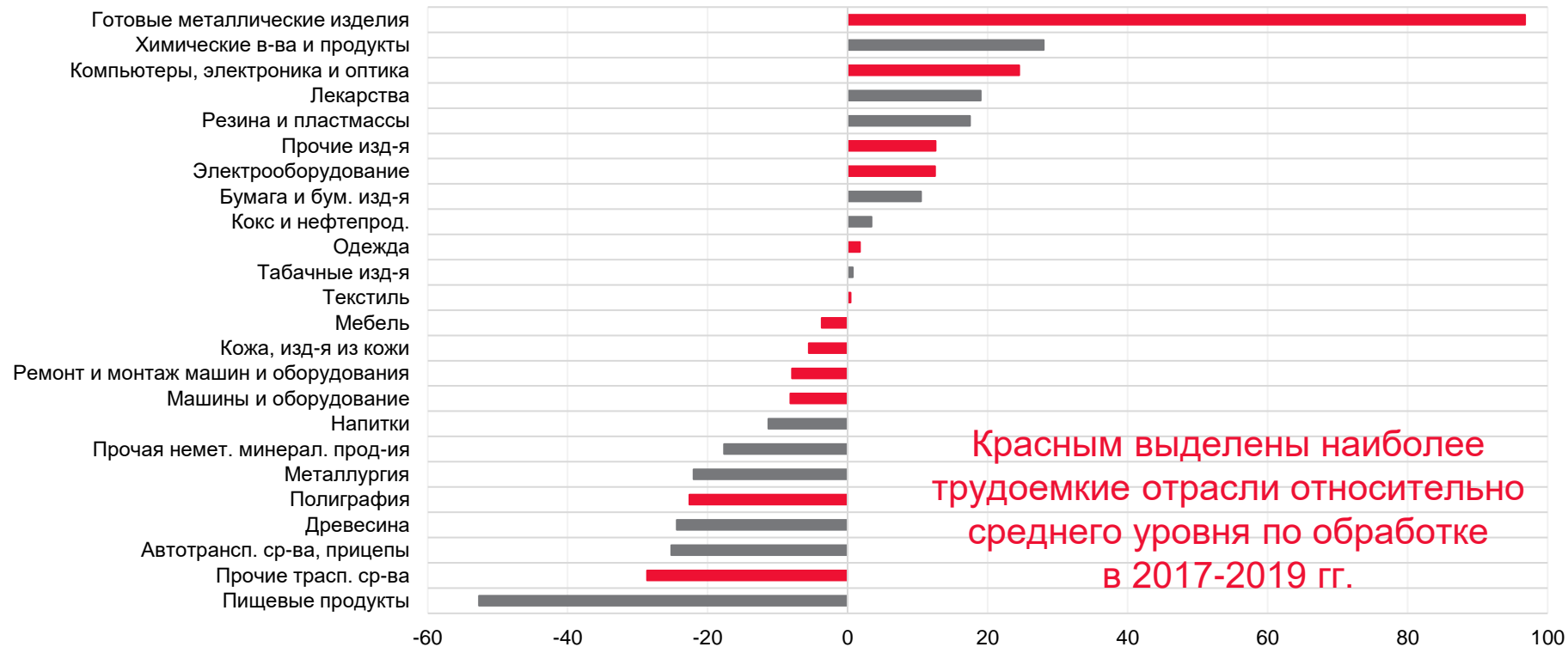
Структура ВВП смещается в пользу внутреннего спроса

Вклад компонент в ВВП, в ценах 2021 года, % (для 2015-2019 взято среднее значение)



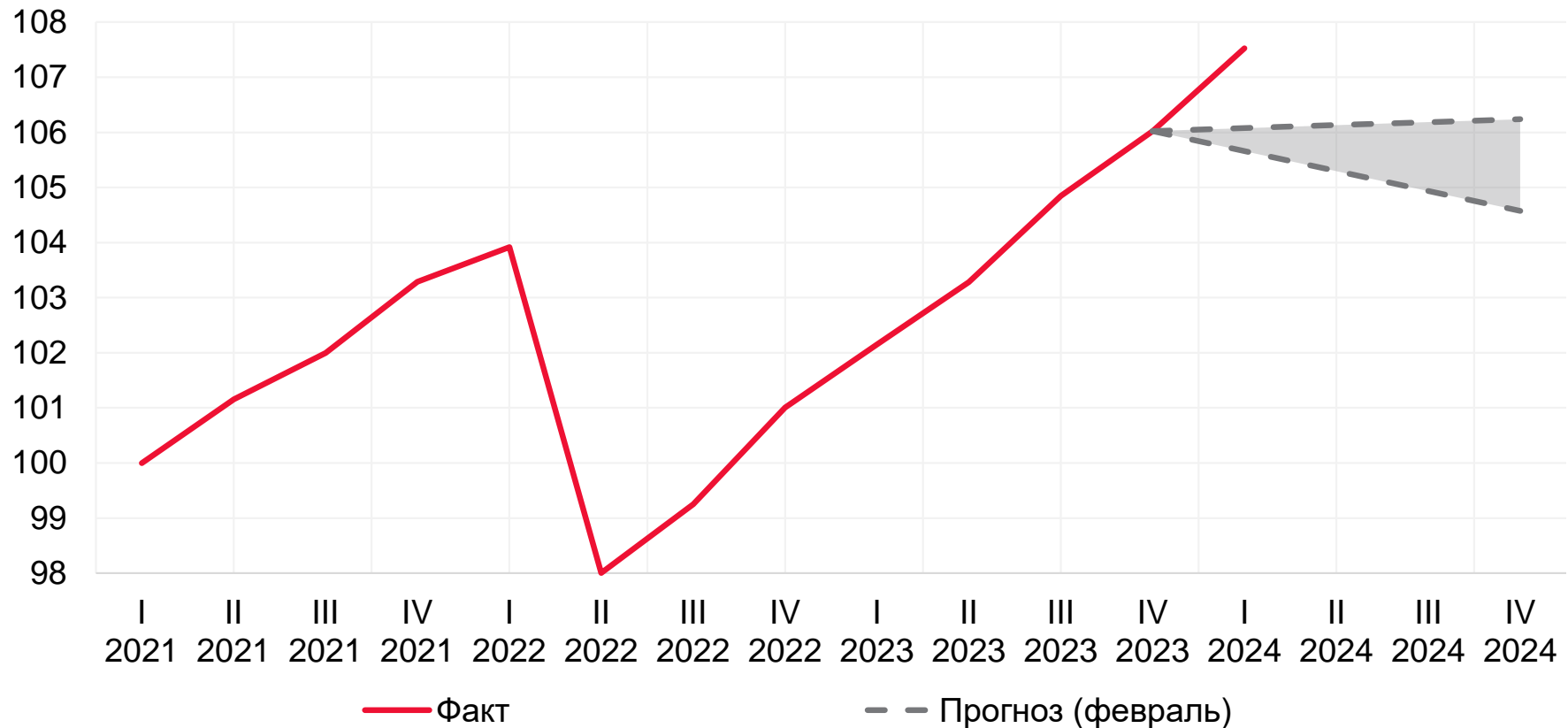
В обрабатывающей промышленности занятость смещается в пользу выигравших отраслей, преимущественно в более трудоемкие

Изменение численности занятых в отраслях обрабатывающей промышленности в 2023 г. относительно среднего за 2017-2019 гг., тыс. чел.



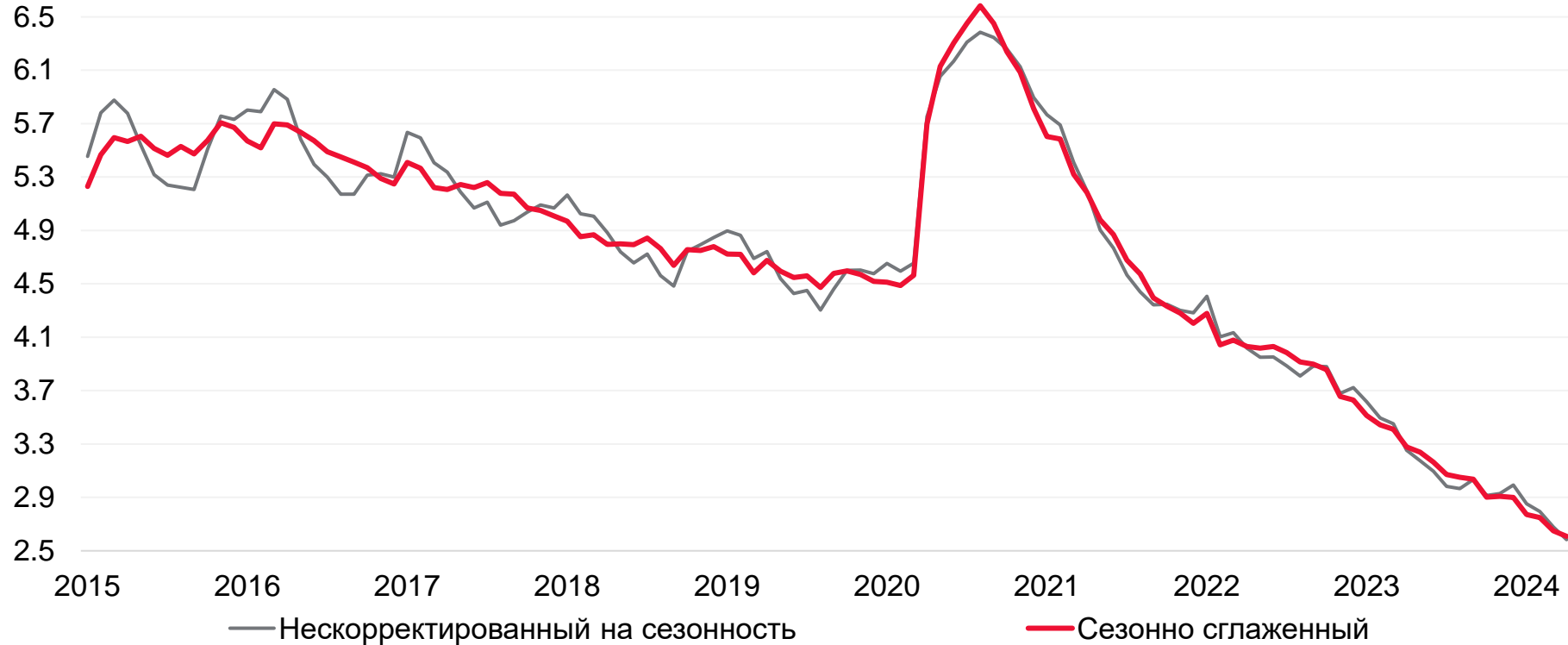
Экономика растет с темпом, выше февральского прогноза

ВВП, SA, 1 кв. 2021 = 100



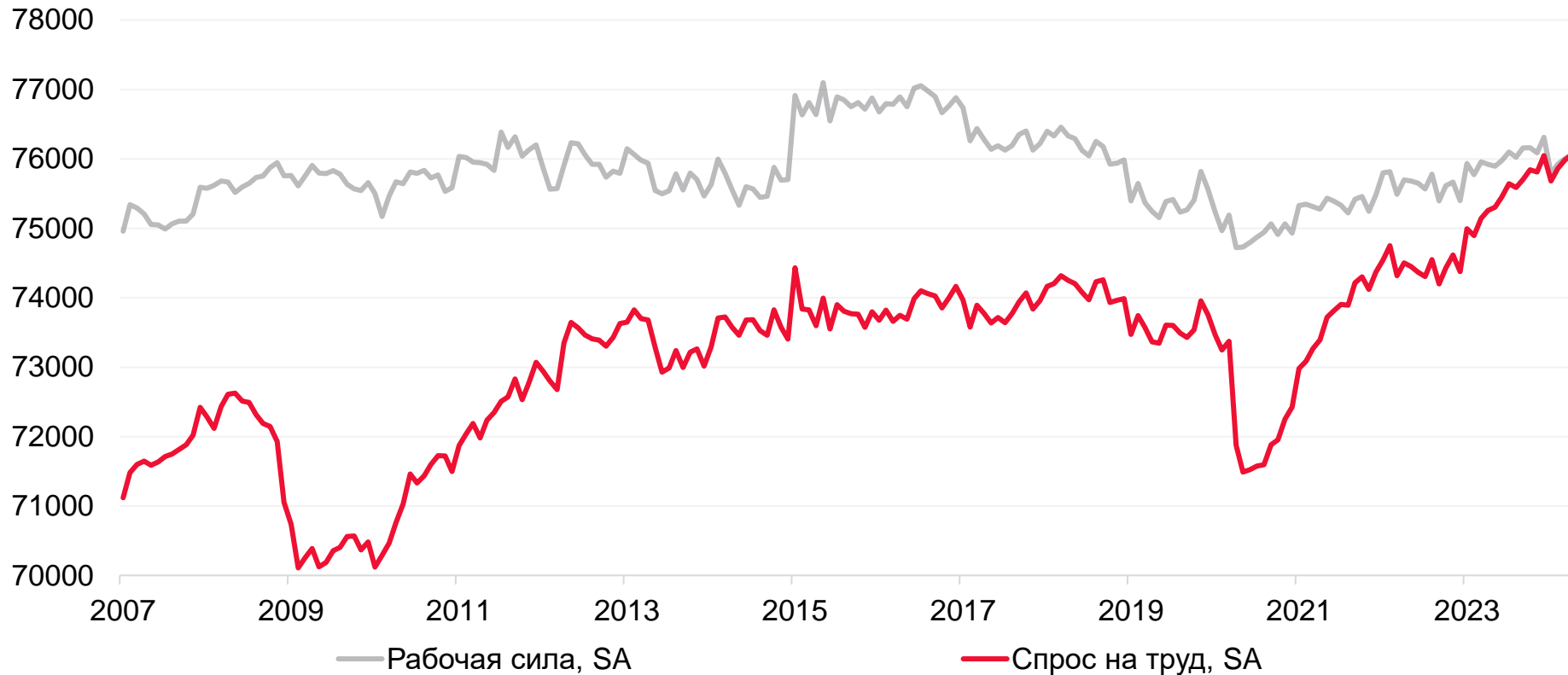
В апреле безработица обновила исторический минимум (2,6% SA)...

Уровень безработицы, %



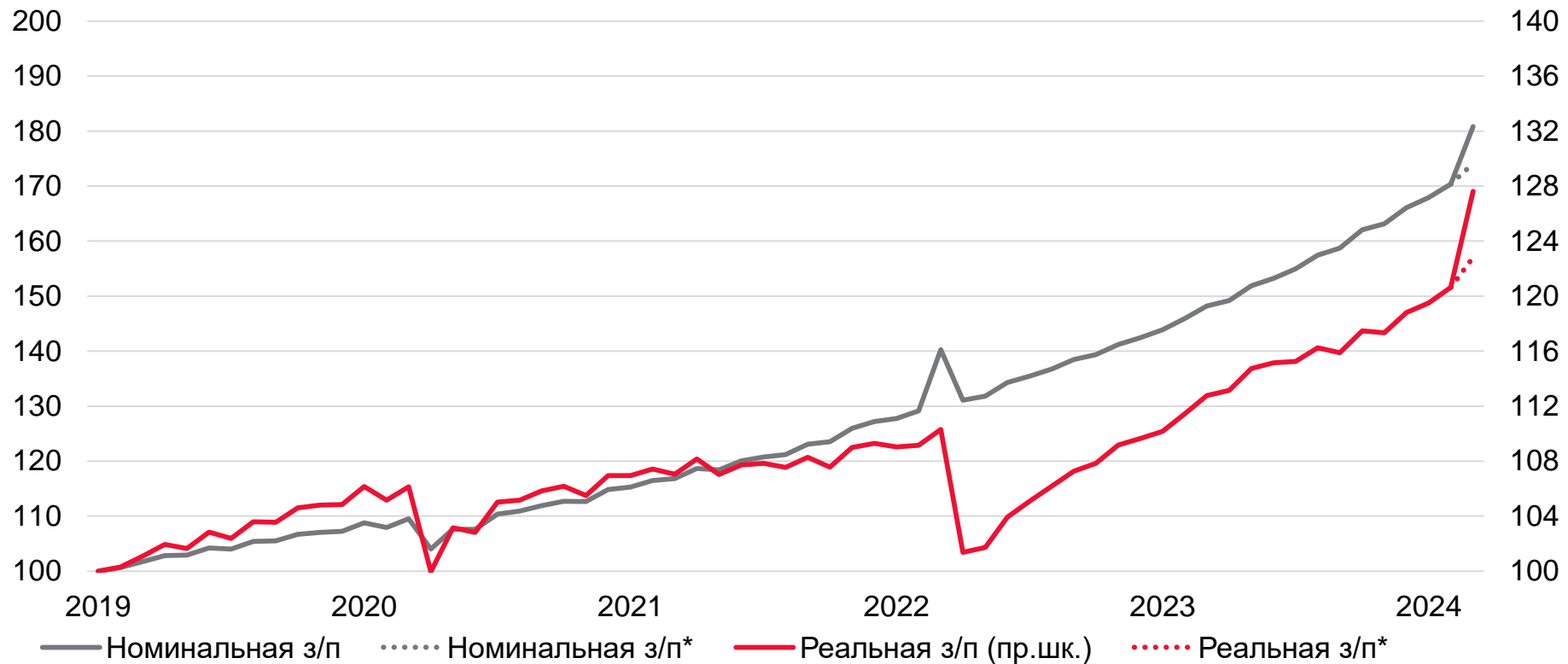
Разрыв между спросом и предложением труда в апреле сократился до рекордных 4,4 тыс. чел.

Спрос на труд и предложение труда, тыс. чел. SA



В 2024 году рост номинальных и реальных зарплат ускорился (+0,9% м/м SA)

Реальная и номинальная заработная плата, янв.2019 = 100

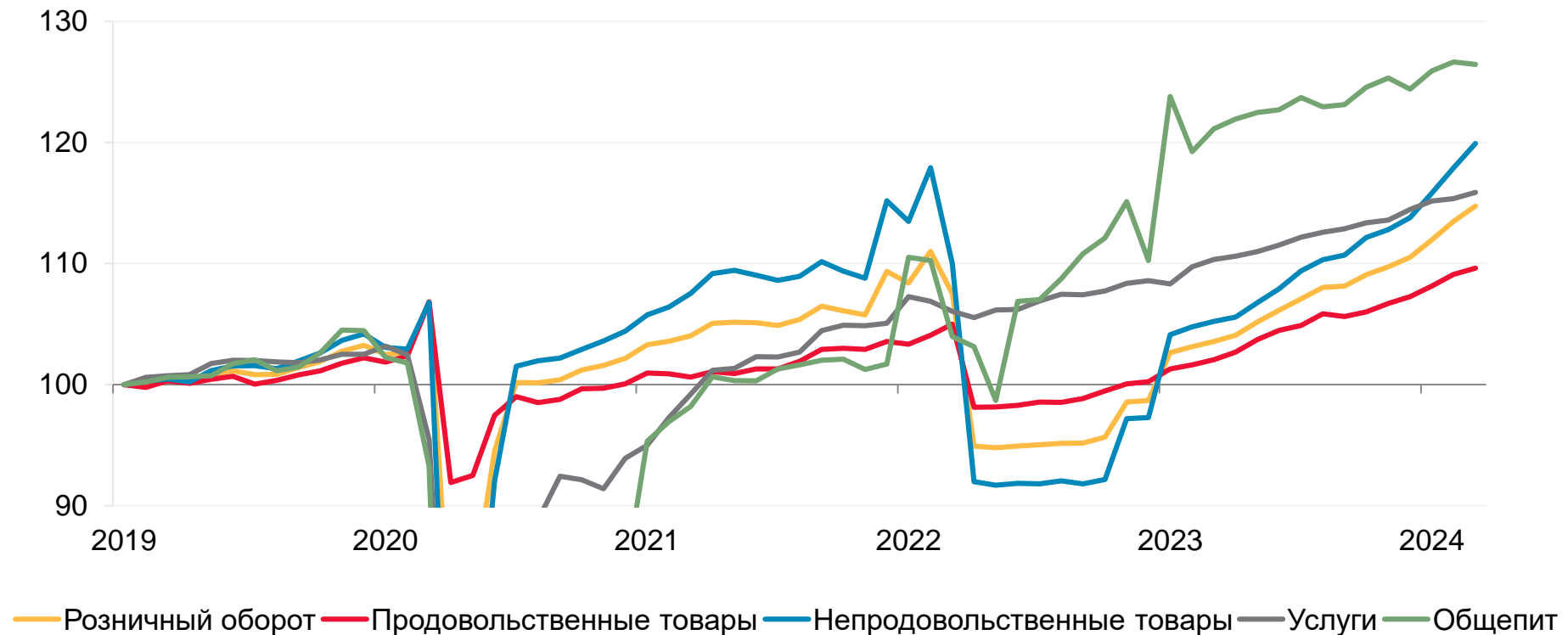


*С исключением эффекта от ускорения зарплат в Добыче, Финансах и Прочих услугах в марте 2024 г.

Источник: Росстат, расчеты ДИП

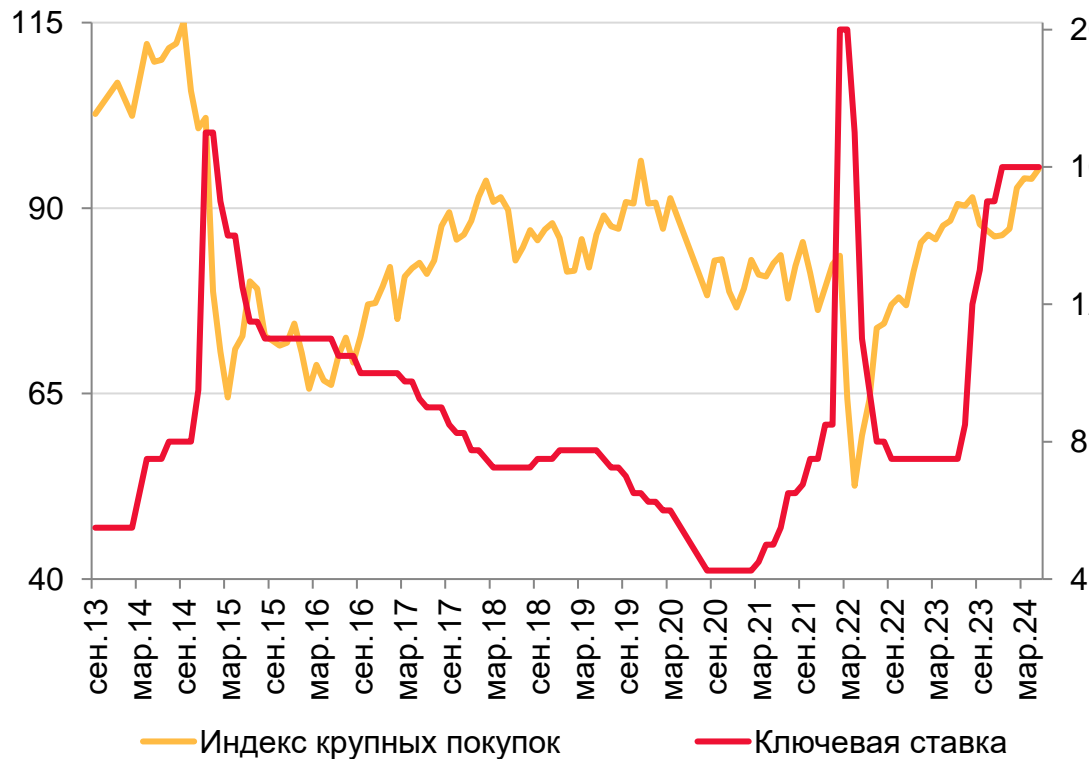
Рост потребления в I квартале 2024 года был максимальным за год

Оборот розничной торговли, сегмента услуг и общепита, индекс, янв. 2019 = 100%
(сезонность устранена)

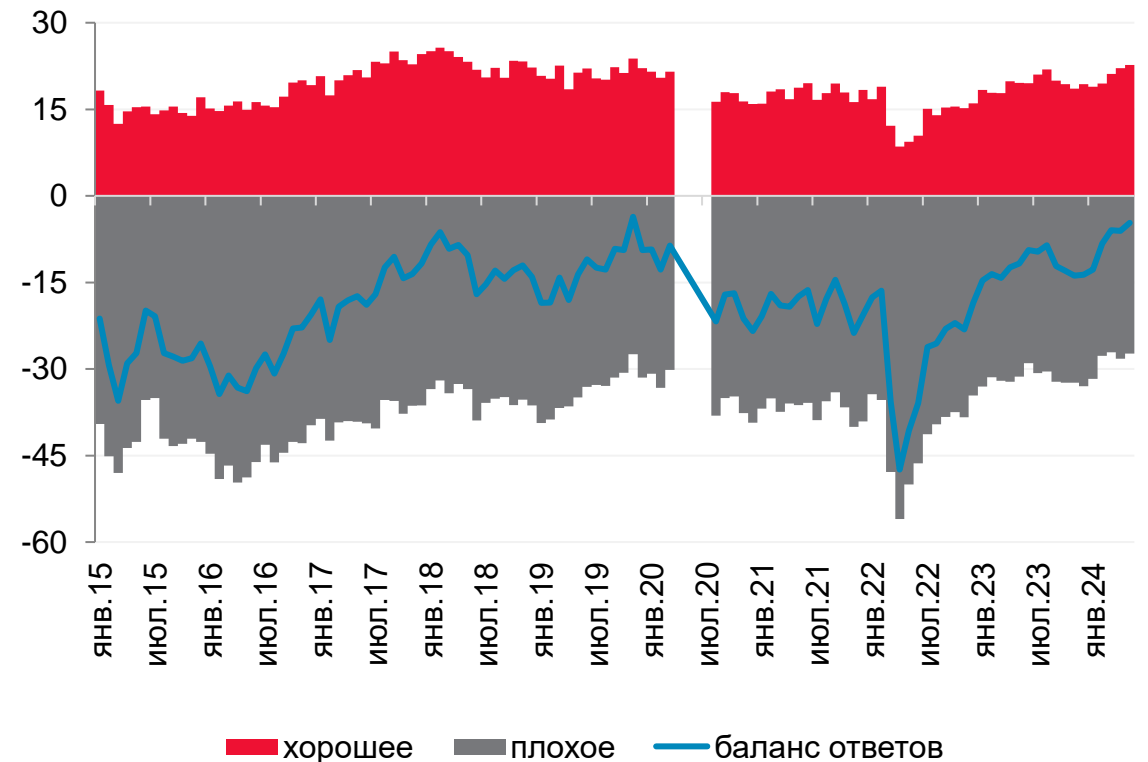


Продолжают расти оценки благоприятности времени для осуществления дорогостоящих покупок

Индекс крупных покупок (п.) и ключевая ставка (пр. шк., %)



Какое сейчас, по Вашему мнению, время для того, чтобы делать крупные покупки?, %

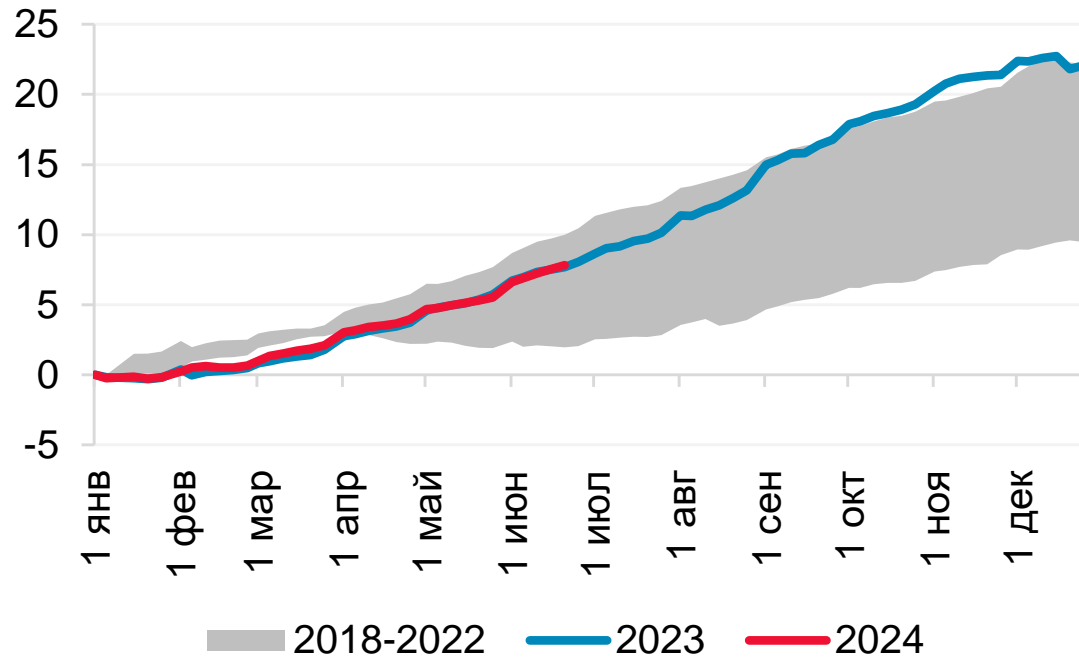


Расходы бюджета снижаются, но остаются на исторически высоком уровне. С учётом объявленных расходных инициатив эта тенденция может развернуться

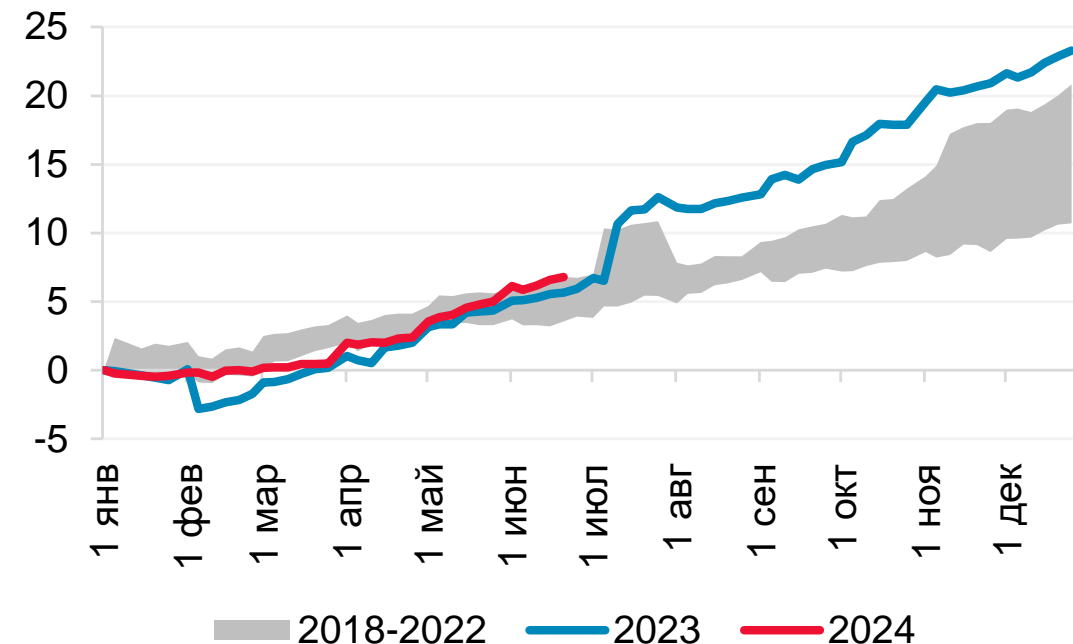


Кредитование растет по траектории 2023 года

Рублевые кредиты физическим лицам, % к началу года

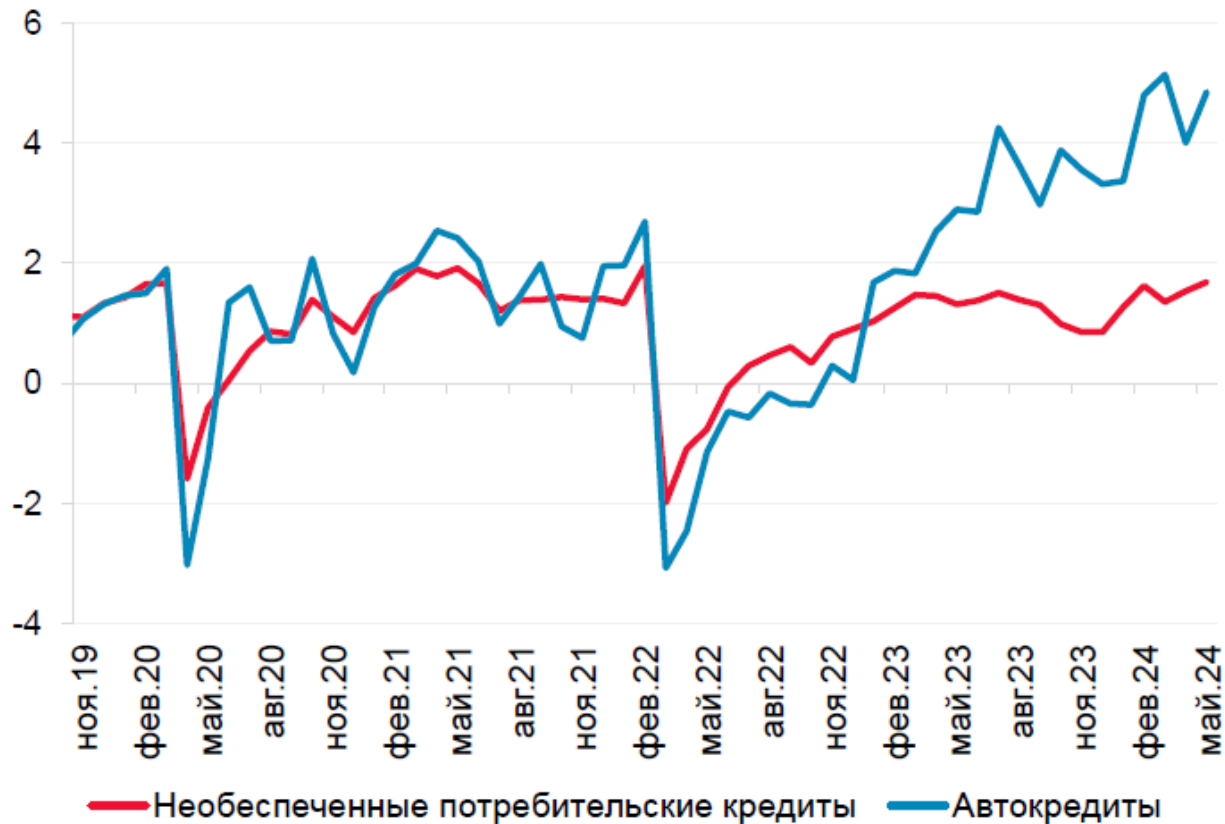


Рублевые требования к юридическим лицам, % к началу года



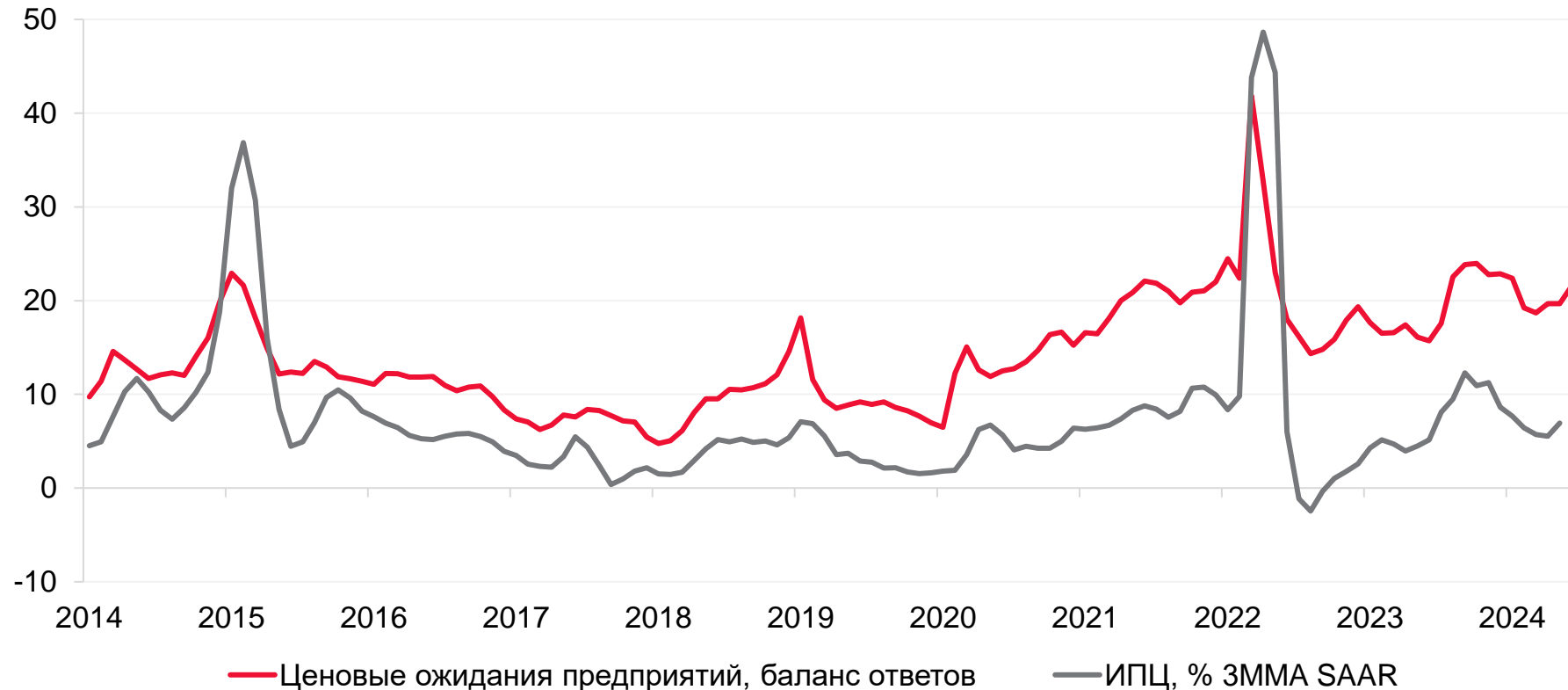
Розничное кредитование ускоряется

Необеспеченное потребительского кредитование и автокредитование, % м/м SA



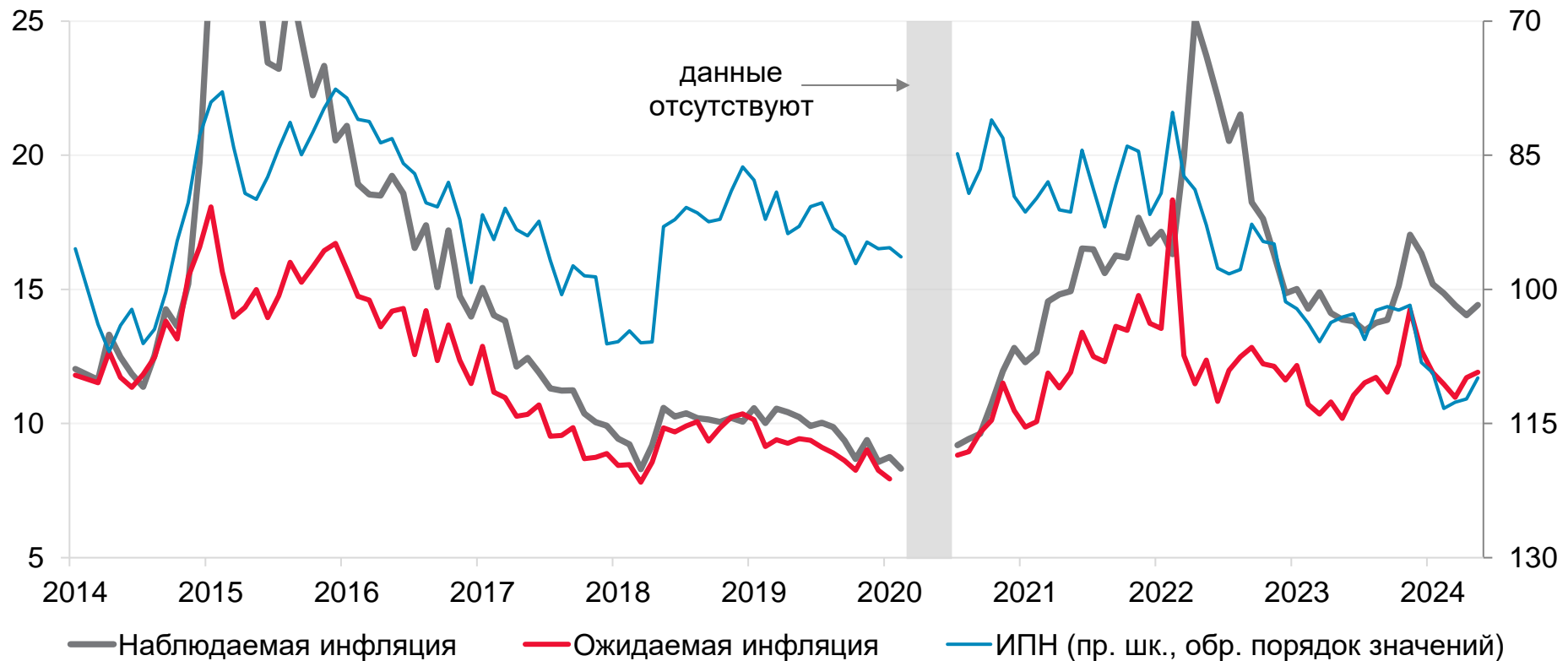
Ценовые ожидания предприятий возросли, они остаются заметно выше уровней 2017-2019 гг., когда инфляция была вблизи цели

Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед, баланс ответов, % SA



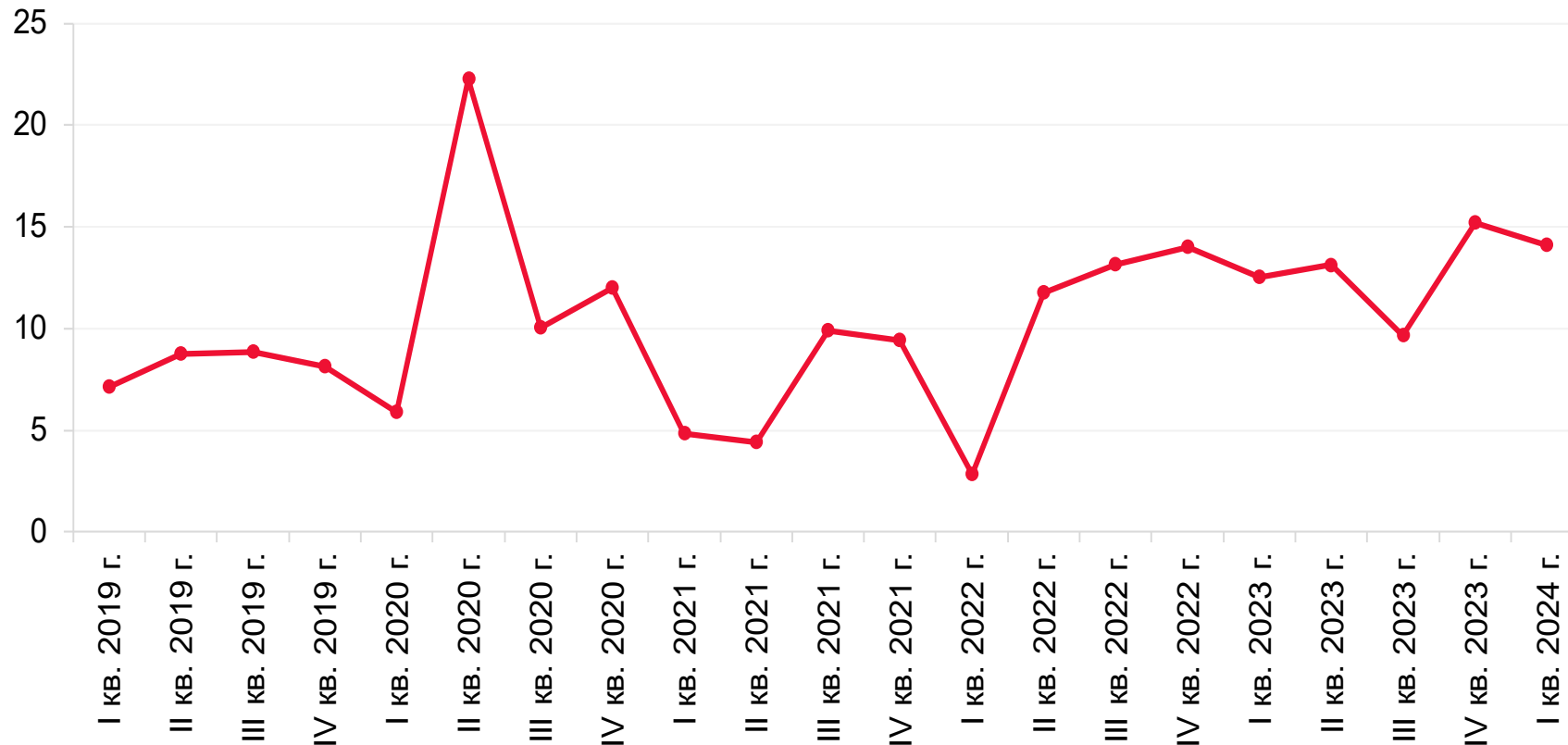
Инфляционные ожидания населения развернулись к росту в мае

Инфляционные ожидания, наблюдаемая инфляция и ИПН



Норма сбережений в I квартале снизилась

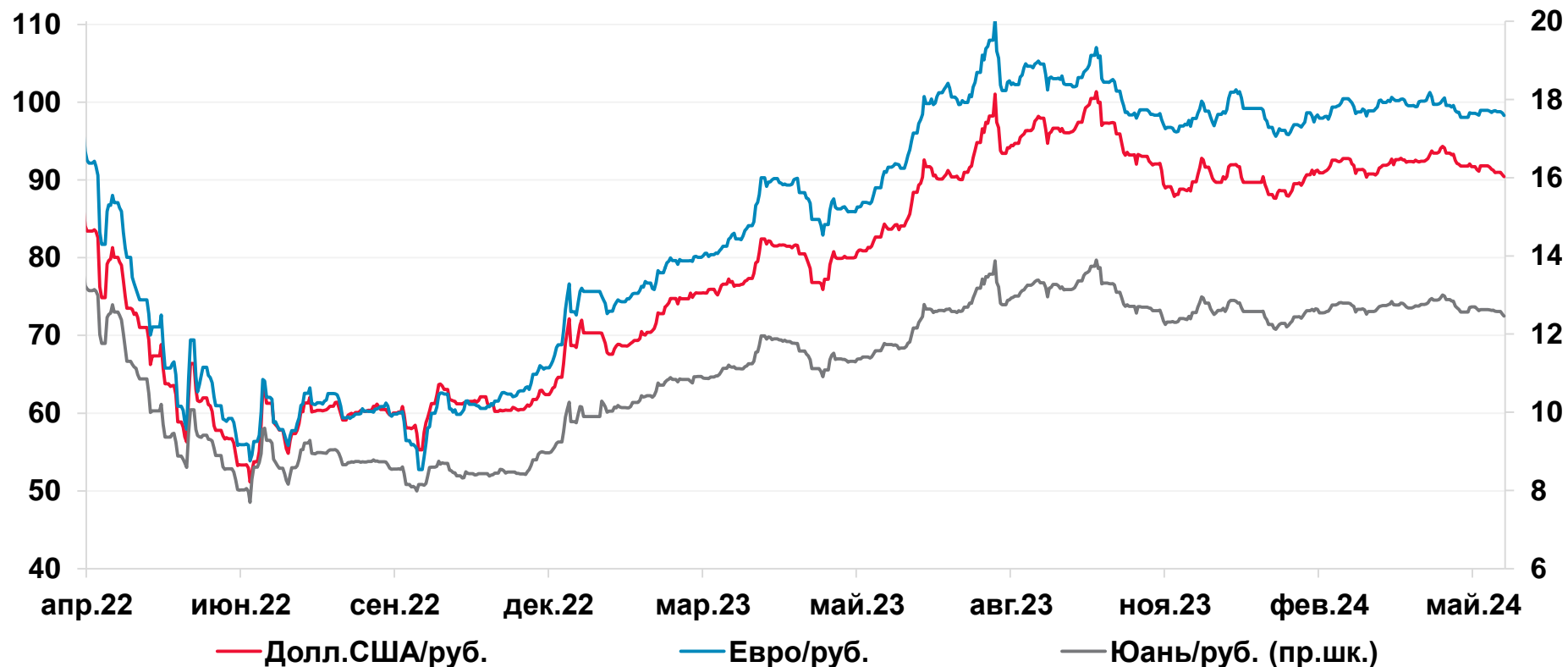
Норма сбережений домохозяйств (% , SA)



Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

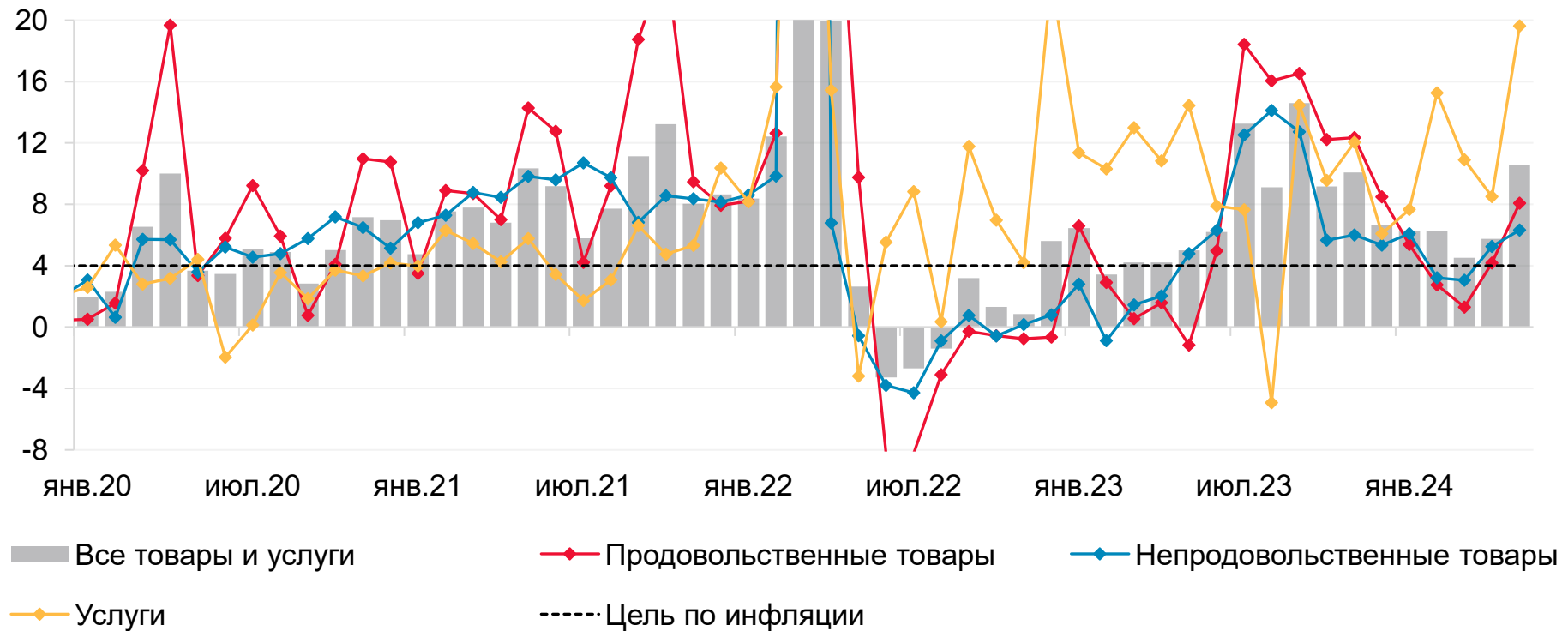
При этом валютный курс стабилен

Динамика курсов валют Банка России



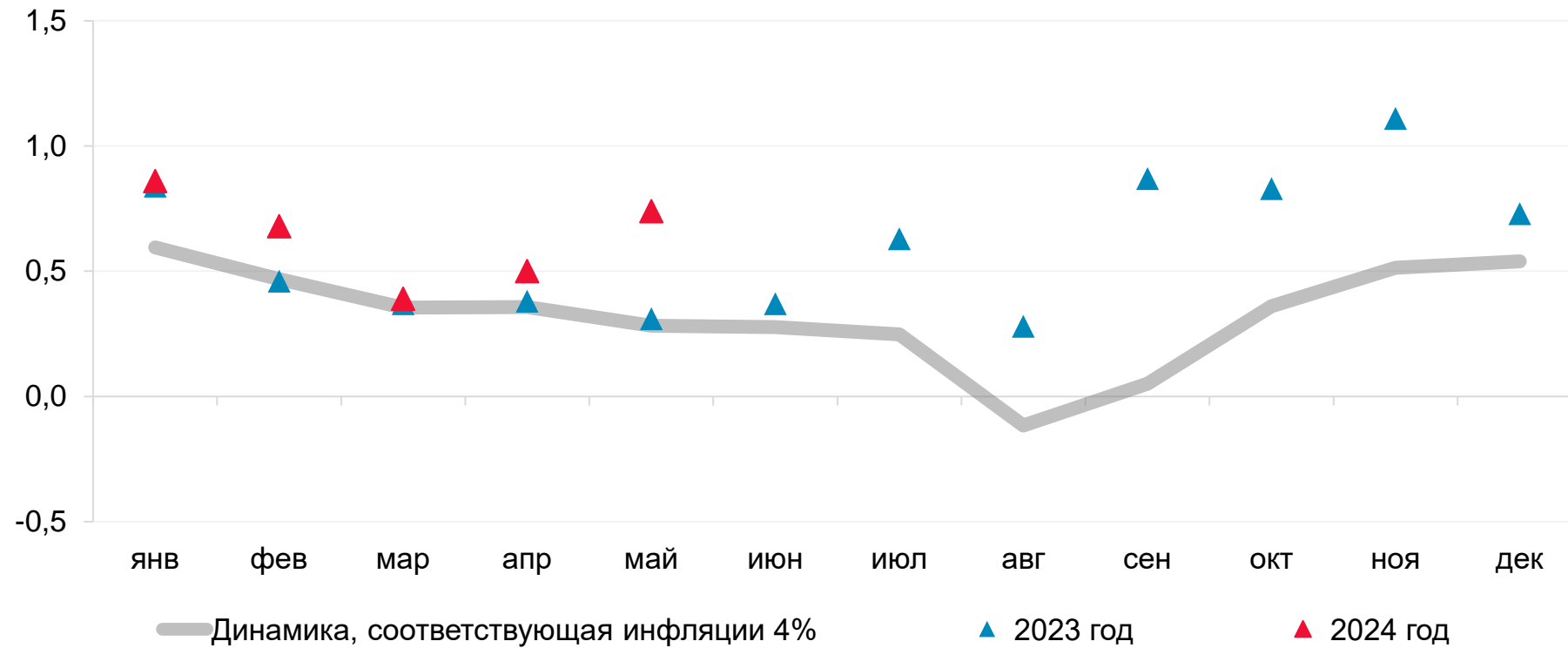
Инфляция после замедления вновь начала ускоряться

Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Отклонение от траектории 4% усилилось

Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Главная развилка на опорном заседании в июле*



В **базовом**, то есть наиболее вероятном, сценарии мы по-прежнему считаем, что перегрев экономики начнет уменьшаться в II квартале.

Однако **выросла вероятность сценария**, в котором потребуются дополнительное повышение ставки, чтобы придать новый импульс дезинфляции.

* - Из заявления Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России, 07 июня 2024 года

Решение от 07 июня 2024 г.

Решение Совет директоров Банка России 7 июня 2024 года принял решение сохранить [ключевую ставку](#) на уровне 16,00% годовых. Текущие темпы прироста цен перестали снижаться и остаются вблизи значений I квартала 2024 года. Рост внутреннего спроса продолжает значительно опережать возможности расширения предложения товаров и услуг. Банк России допускает возможность повышения ключевой ставки на ближайшем заседании.

Сигнал При этом для возвращения инфляции к цели потребуются существенно более продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий в экономике, чем прогнозировалось в апреле. Согласно прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к цели в 2025 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.