

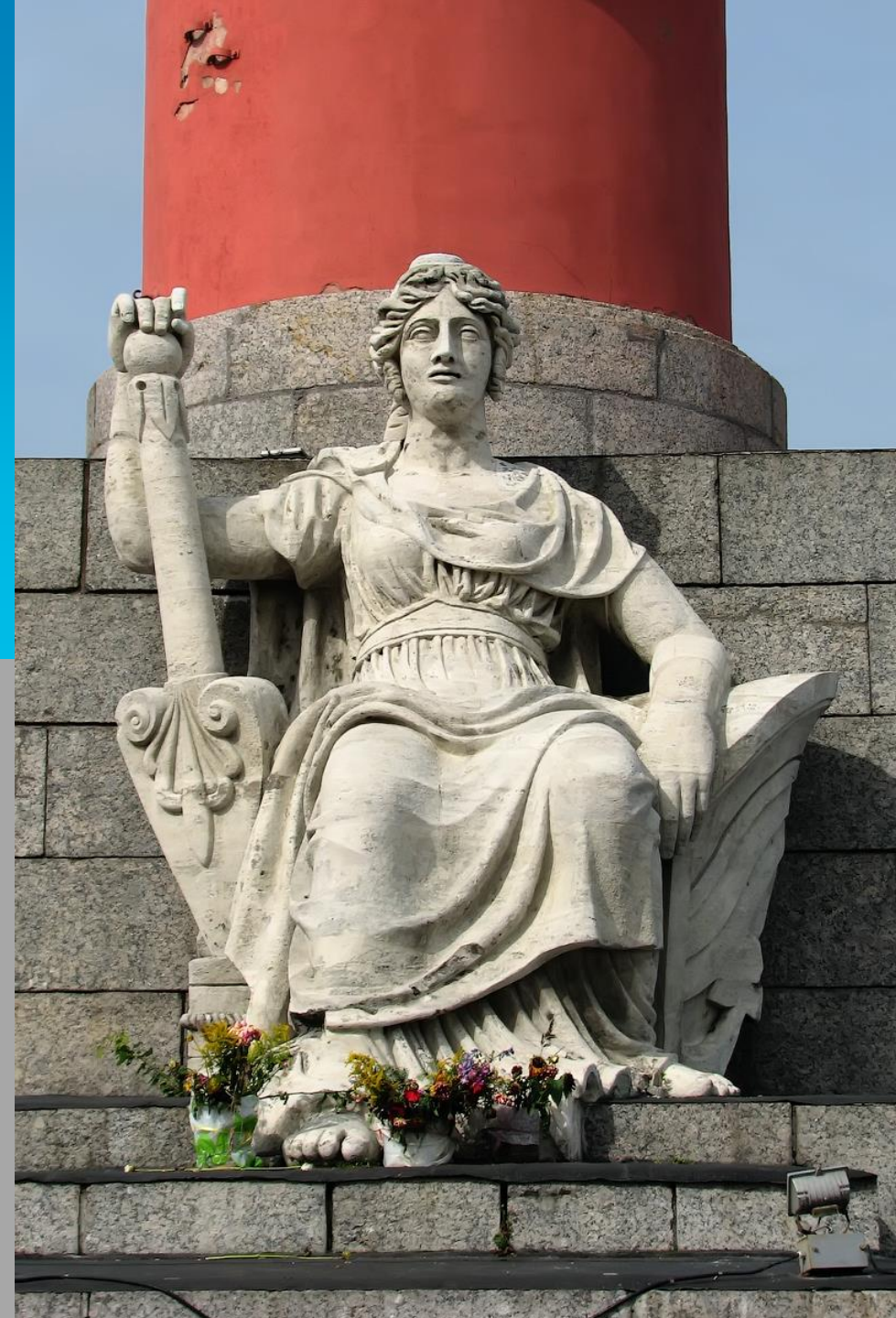


ЧТО ТАКОЕ ДЕНЬГИ? ДЕНЬГИ И ИНФЛЯЦИЯ. ИНФЛЯЦИЯ В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ В ЭКОНОМИКЕ

Андрей Синяков,
заместитель директора
Департамент исследований и прогнозирования

Банк России

Санкт-Петербург
04 июля 2023





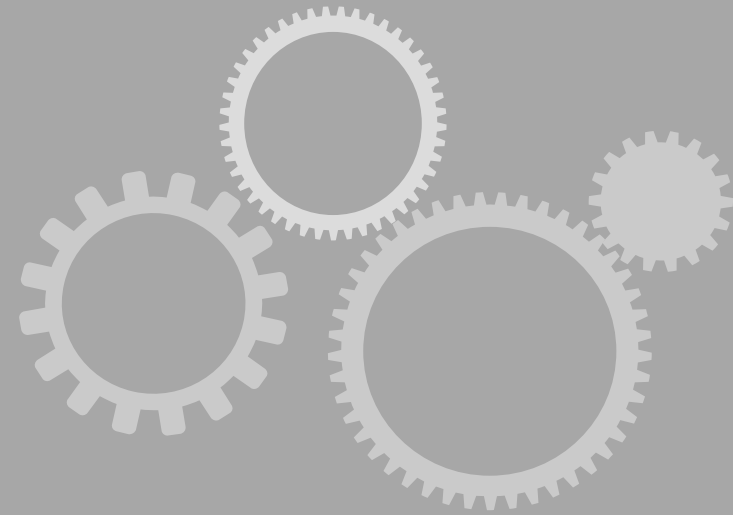
Настоящая презентация и лекция отражают личную позицию автора. Содержание и результаты презентации и лекции не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими. Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения автора.

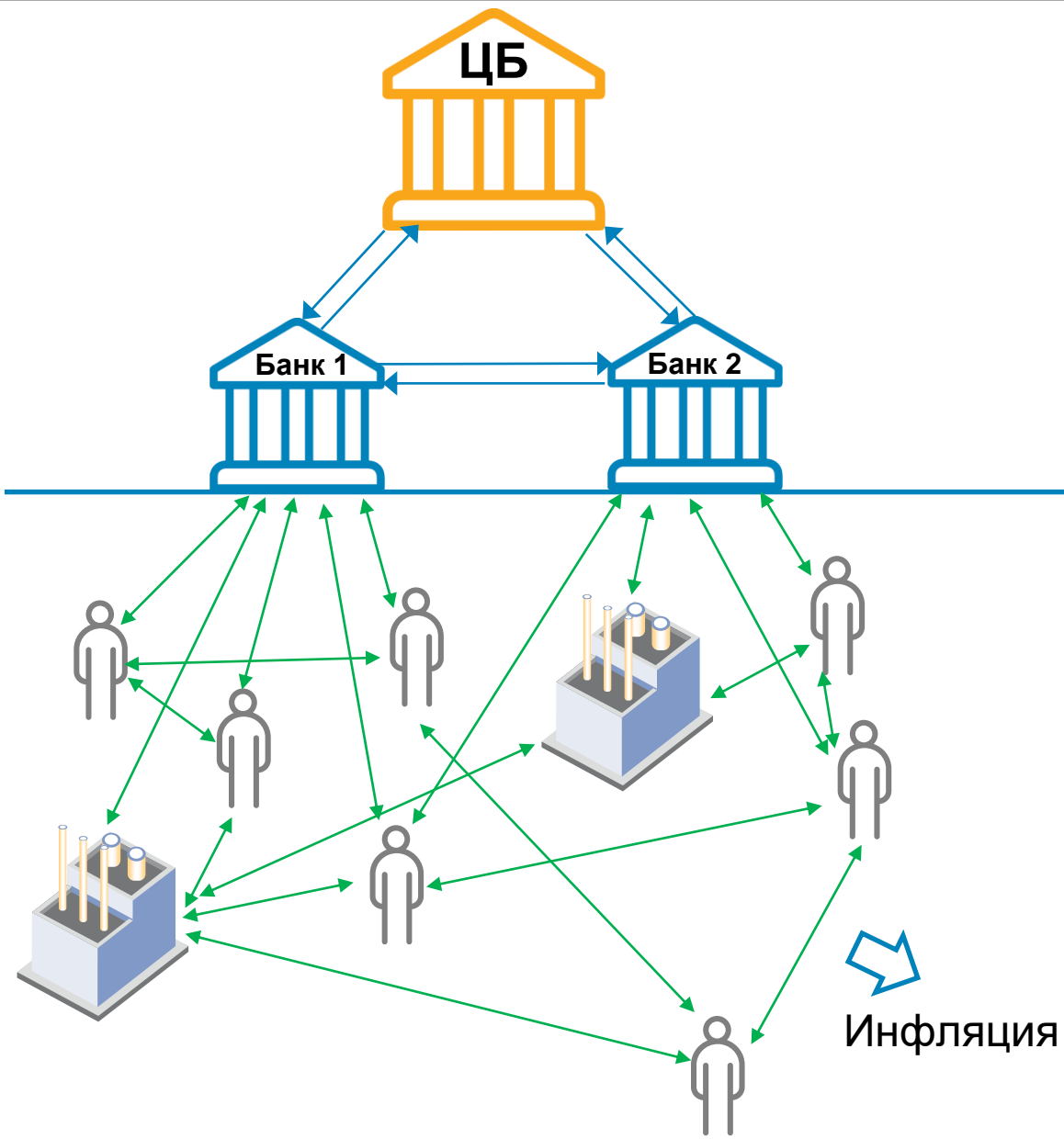


Банк России

1

Что такое деньги. Деньги и инфляция,
или как работает монетарная экономика





Обязательные резервы на спец. счетах Банка России

Наличные в кассах банков

Корреспондентские счета в Банке России

Депозитные счета в Банке России

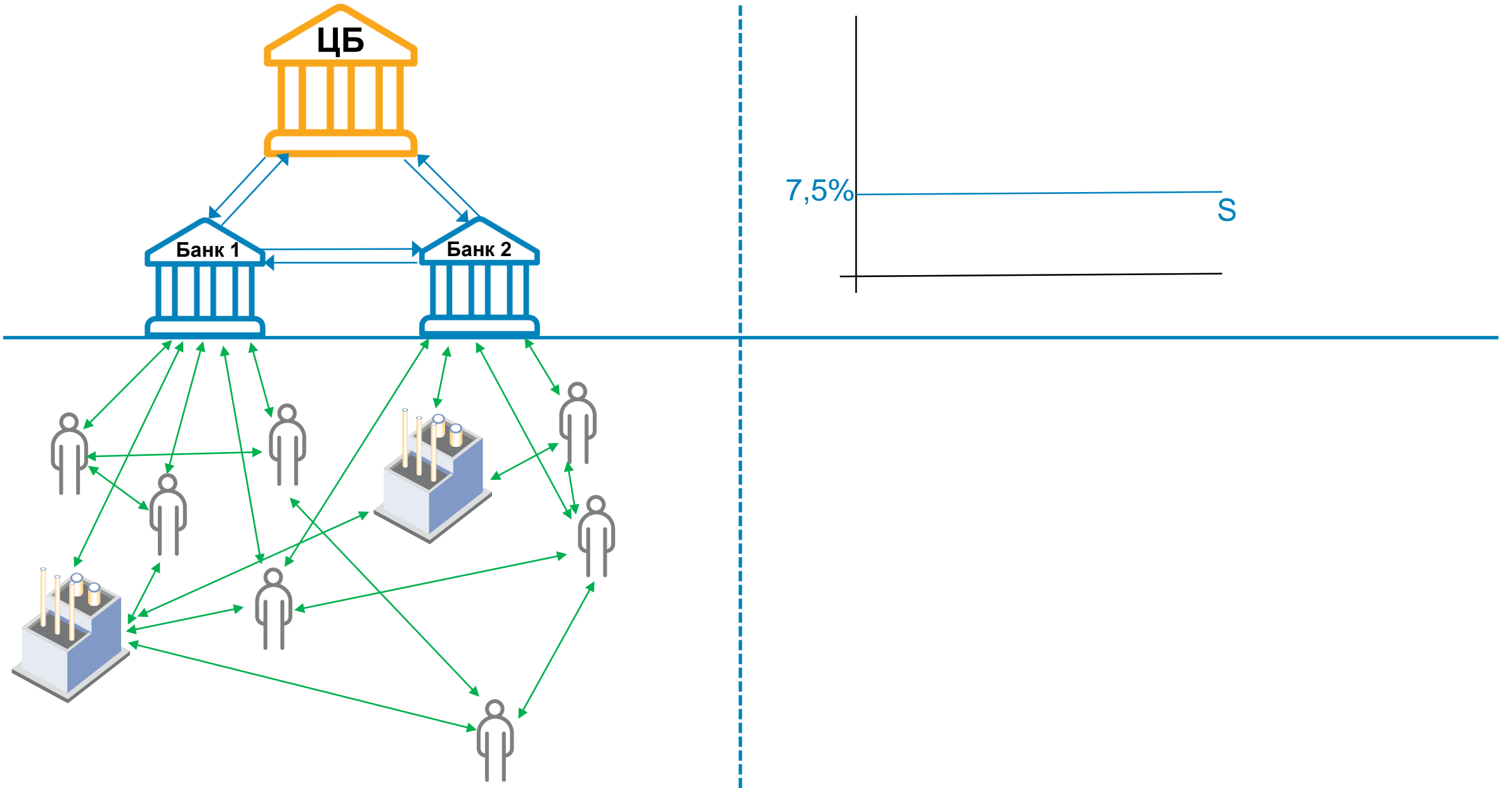
Облигации Банка России

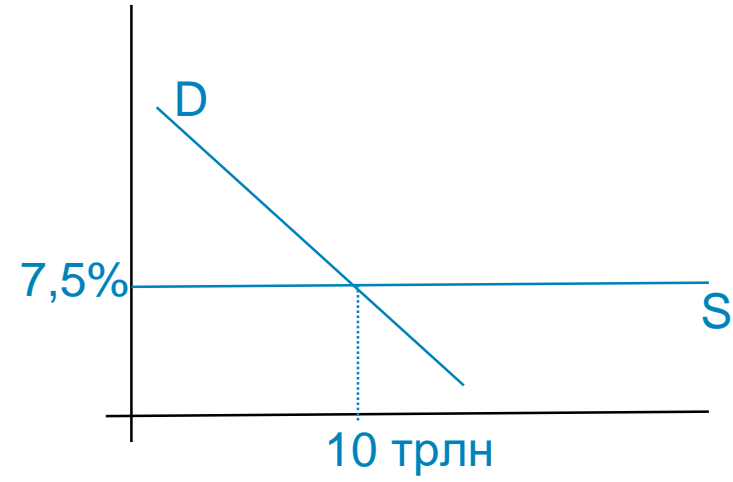
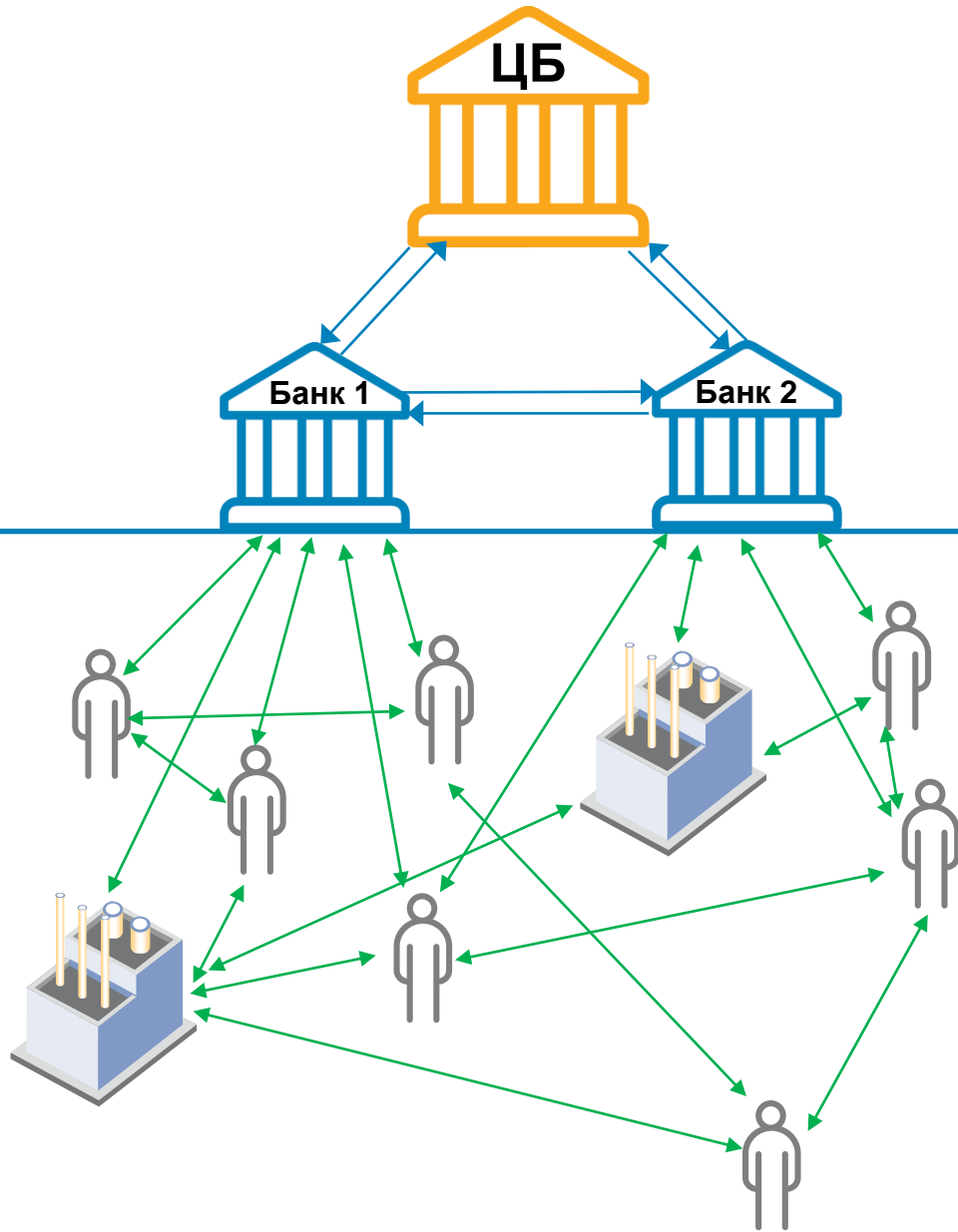
Расчетные, текущие и иные счета до востребования (в т. ч. для расчетов с использованием банковских карт)

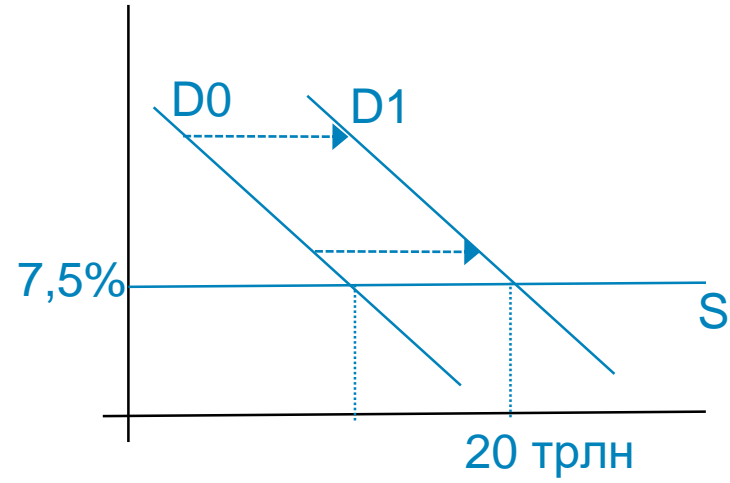
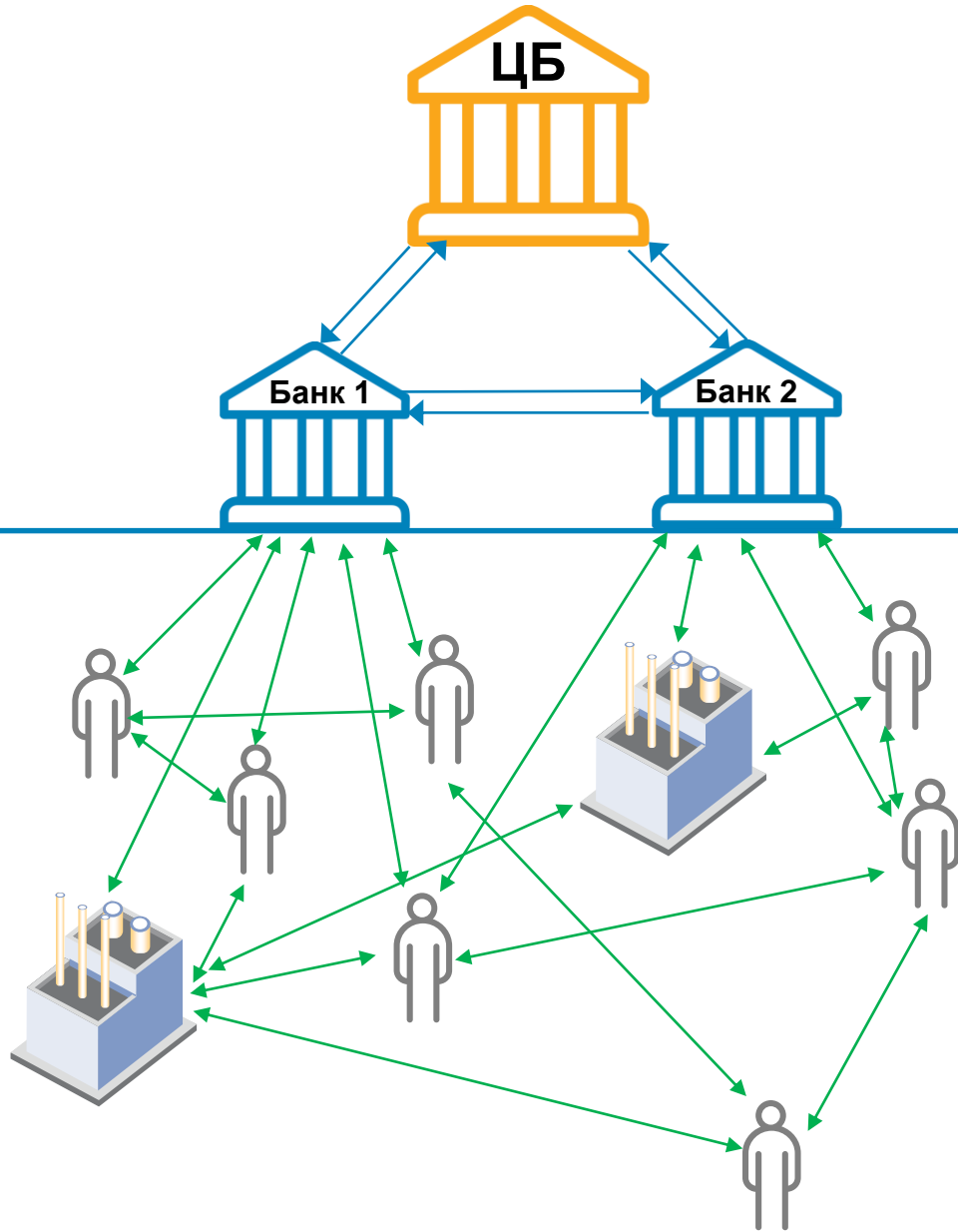
Срочные депозиты

Счета и депозиты в иностранной валюте и драг. металлах в банках-резидентах

Наличные в обращении

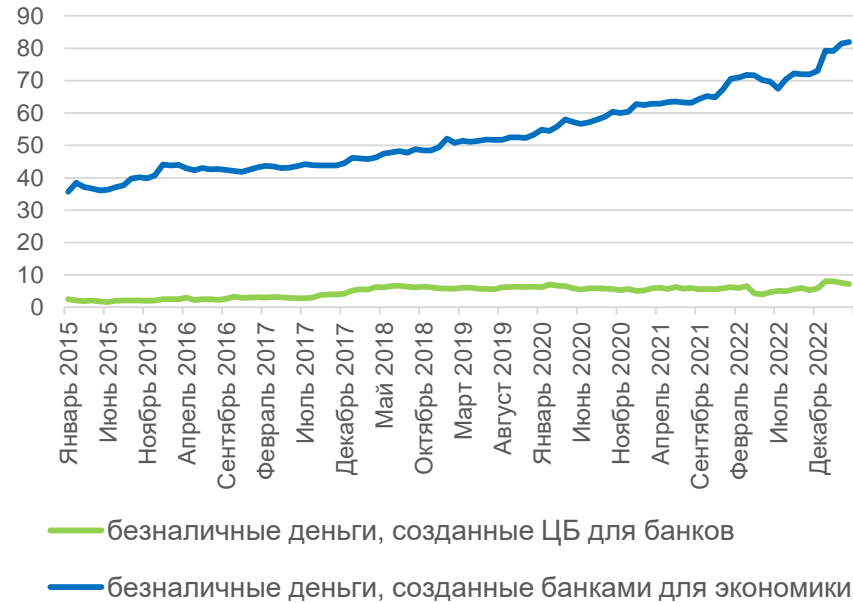








Безналичные деньги ЦБ для банков vs.
безналичные деньги банков для экономики,
трлн рублей

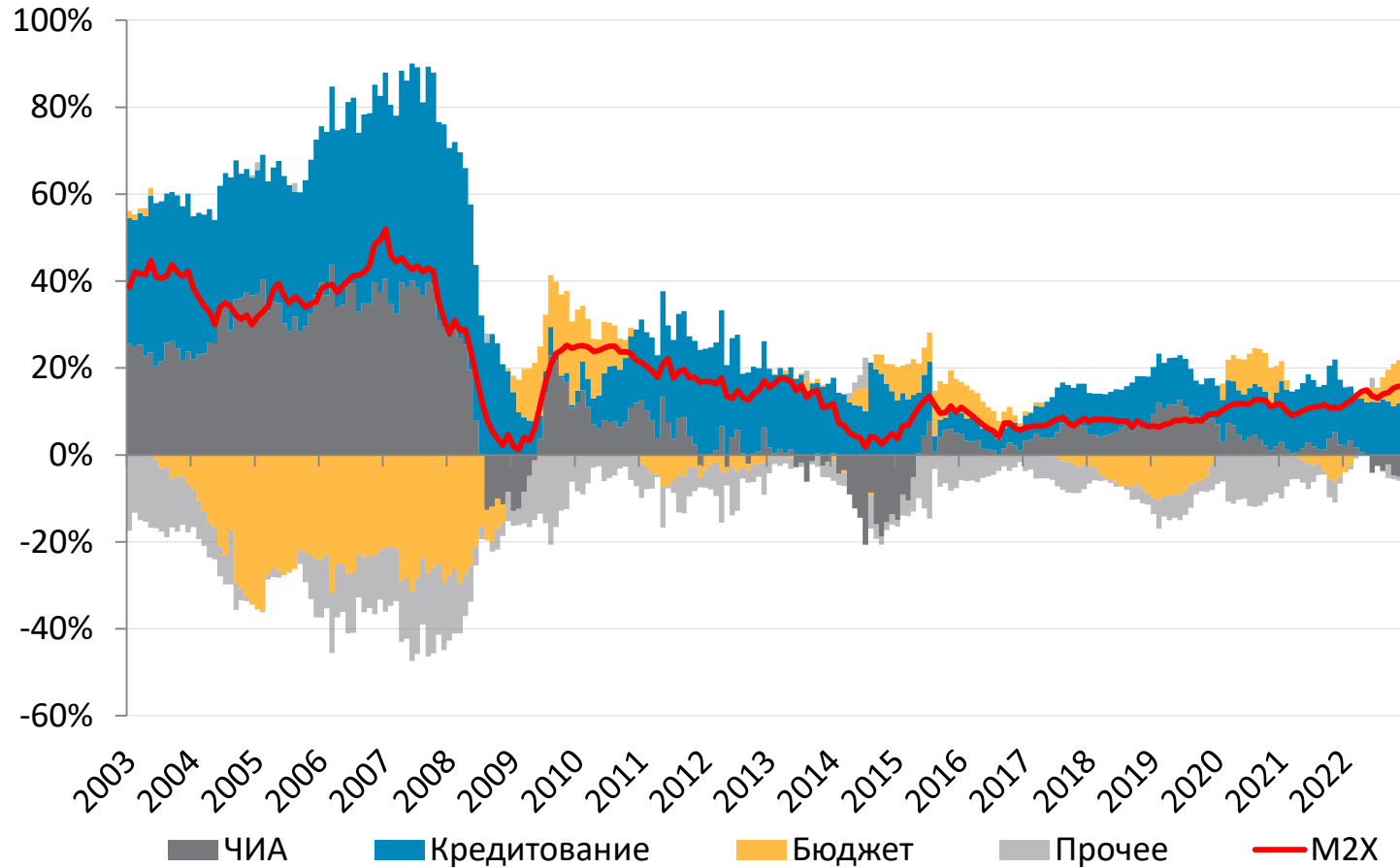


Источник: Банк России, расчеты ДИП

Выводы:

1. Банки создают безналичные деньги экономике сверх того, что им для расчетов друг с другом предоставляет ЦБ
2. Не существует стабильного денежного мультипликатора, который бы позволял ЦБ определять сколько денег нужно дать банкам, чтобы банки создали нужное количество денег для экономики.

Годовые приросты показателей баланса банковской системы (в % к M2X)



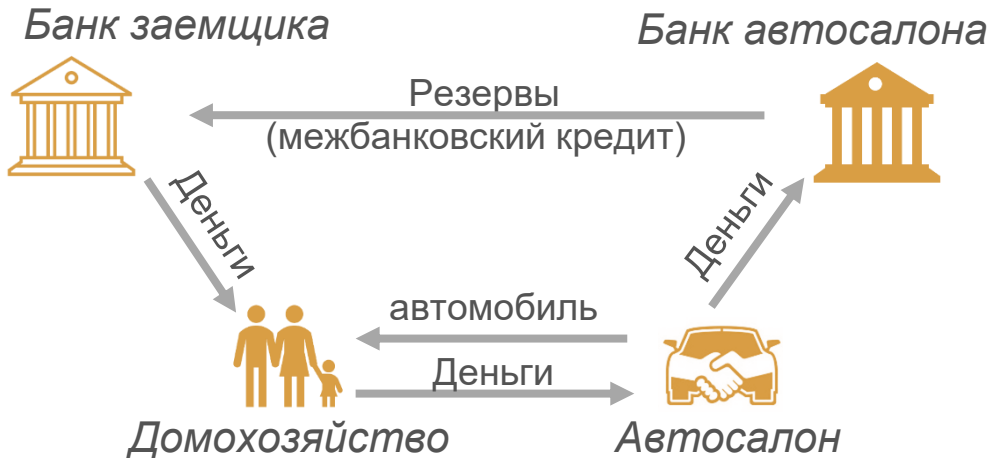
Источник: Банк России, расчеты ДИП



Одновременное создание кредита и депозита
(заемщик и вкладчик – одно лицо)

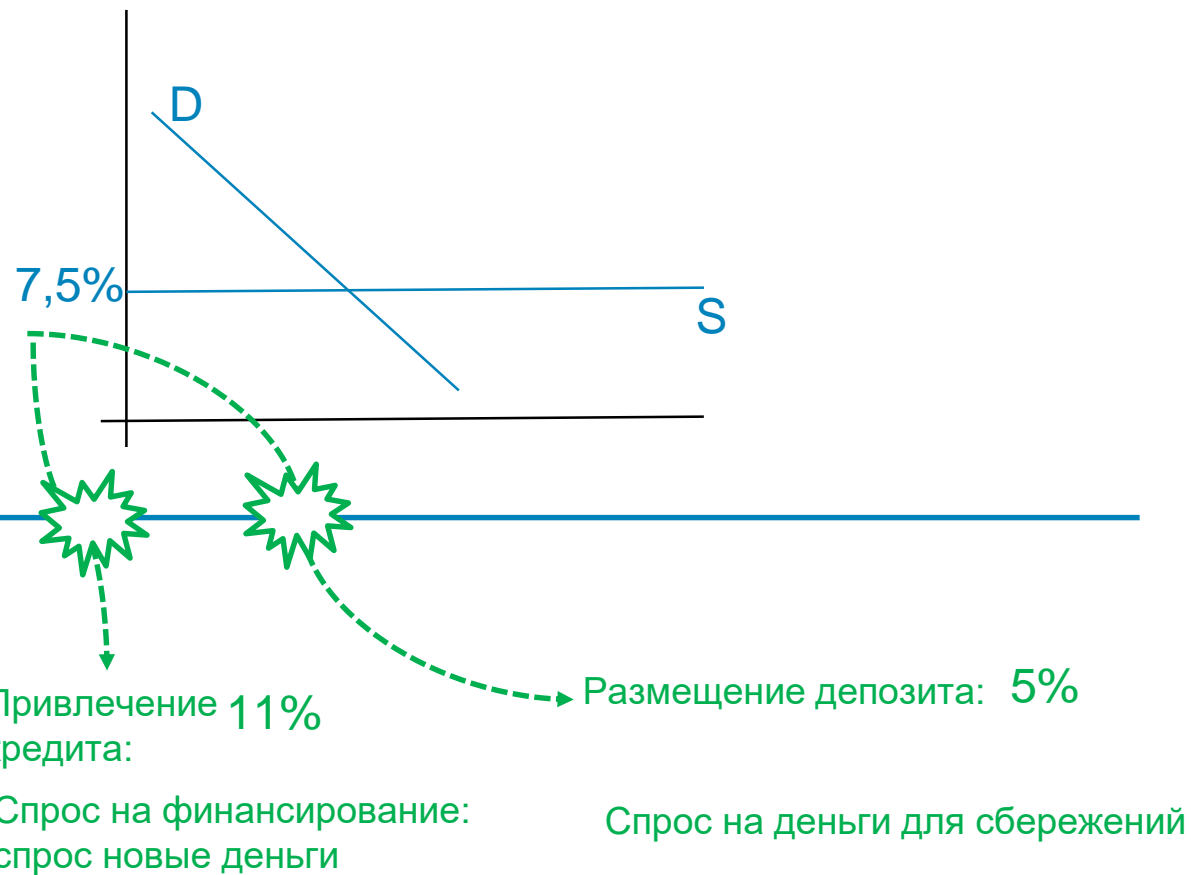
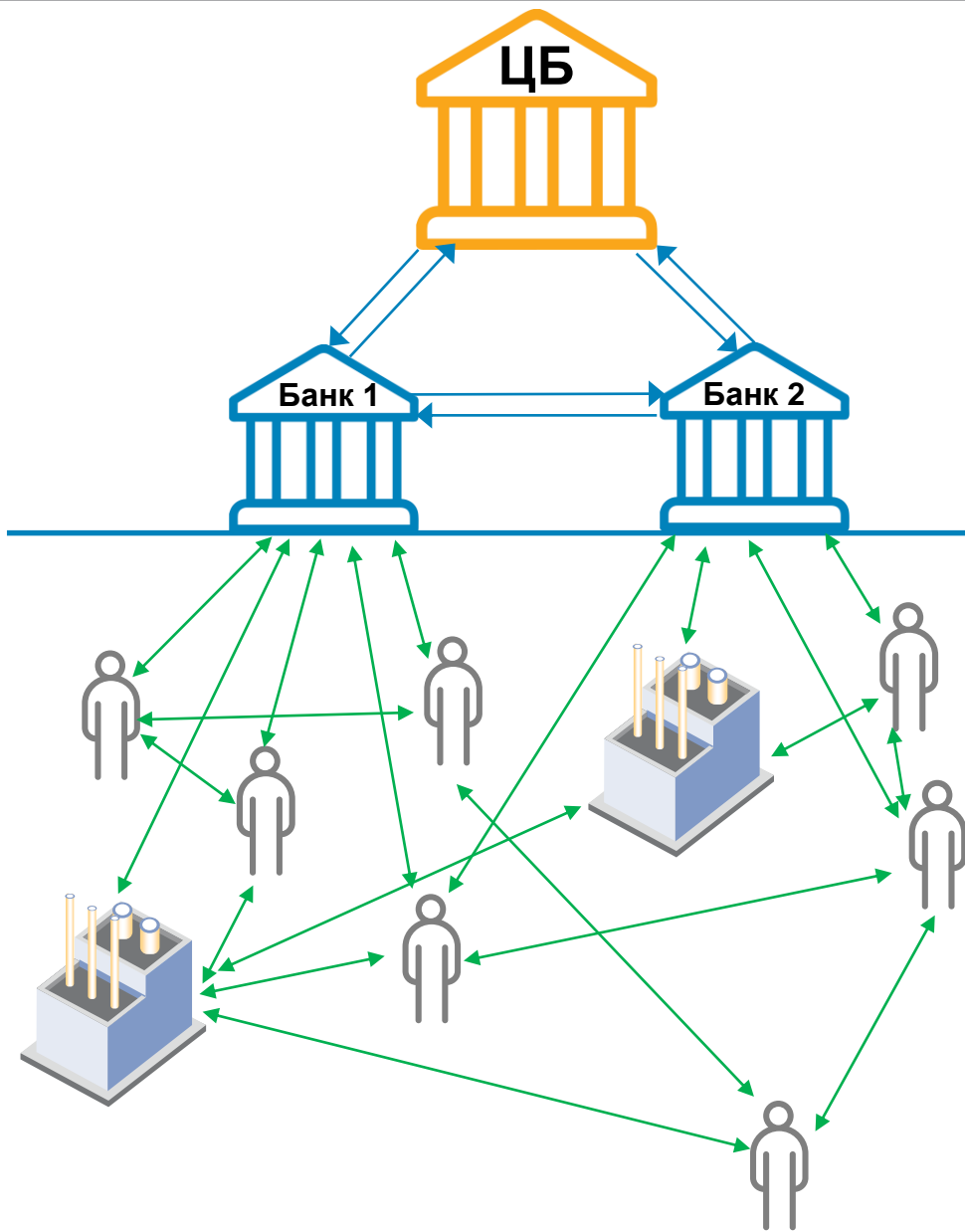


| Банк заемщика | |
|----------------------|-----------------------|
| Активы | Пассивы |
| Новый кредит +100 | Новый депозит +100 |
| | |



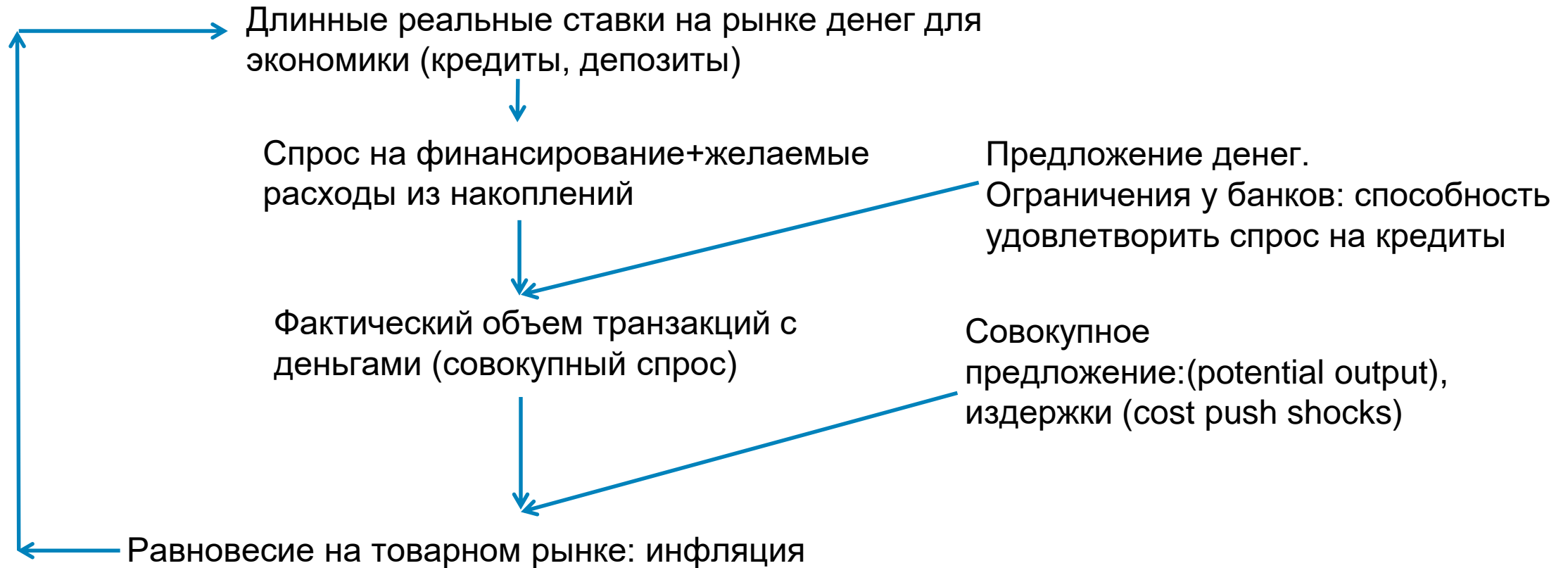
- Банк А обращается за межбанковским кредитом, если он сталкивается с дефицитом ликвидности (нехваткой резервов)

| | Банк заемщика (А) | | Банк автосалона (Б) | |
|----|-------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|
| | Активы | Пассивы | Активы | Пассивы |
| 1. | Резервы+100 | Межбанковский кредит +100 | Межбанковский кредит +100 | |
| | Кредит 100 | Депозит 100 | Резервы -100 | |
| 2. | Резервы -100 | Межбанковский кредит 100 | Резервы+100 | Депозит +100 |
| | Кредит 100 | Депозит -100 | Межбанковский кредит 100 | |
| 3. | Кредит 100 | Межбанковский кредит 100 | Резервы 100 | Депозит 100 |
| | | | Межбанковский кредит 100 | |



Общая условная схема функционирования монетарной экономики

Короткие номинальные ставки на рынке денег для банков
+ ожидания рынком будущих коротких ставок (сигнал ДКП)



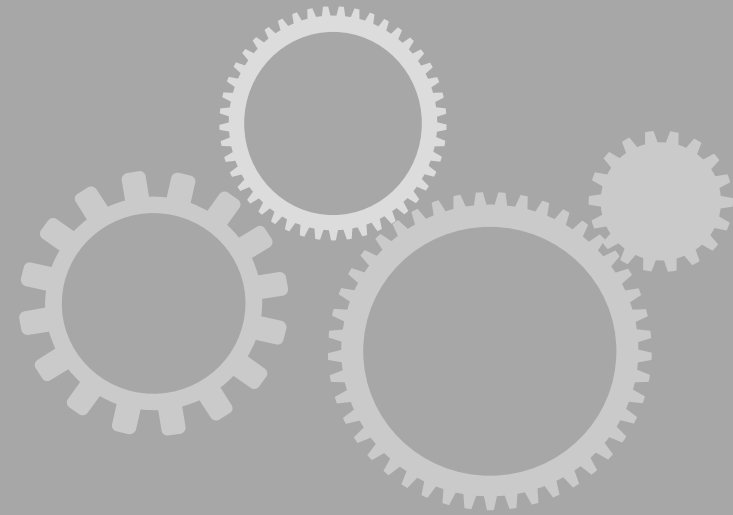


Банк России

2

Инфляция.

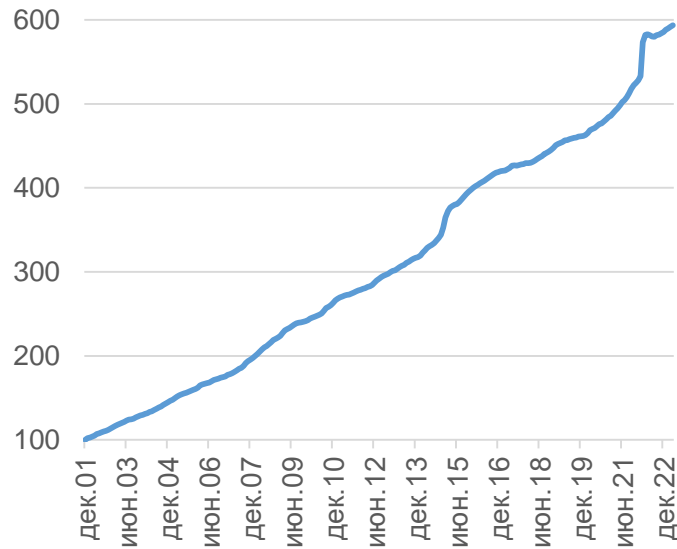
Инфляция в условиях структурных сдвигов в экономике



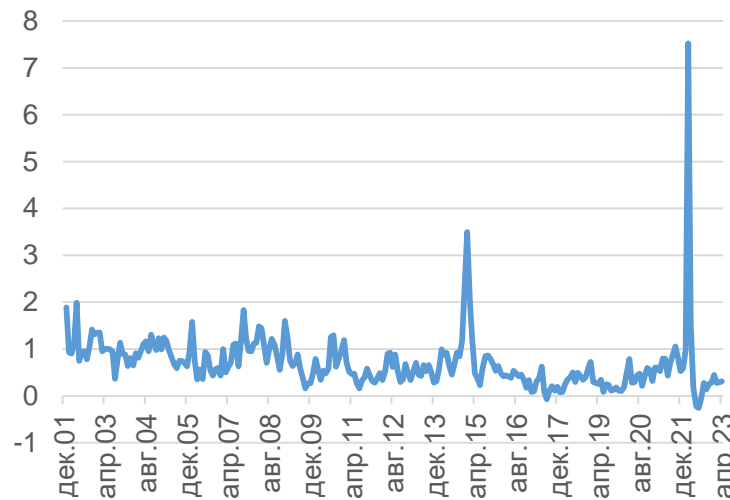


Инфляция – это устойчивое повышение общего уровня цен. Целью ДКП Банка России является поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно.

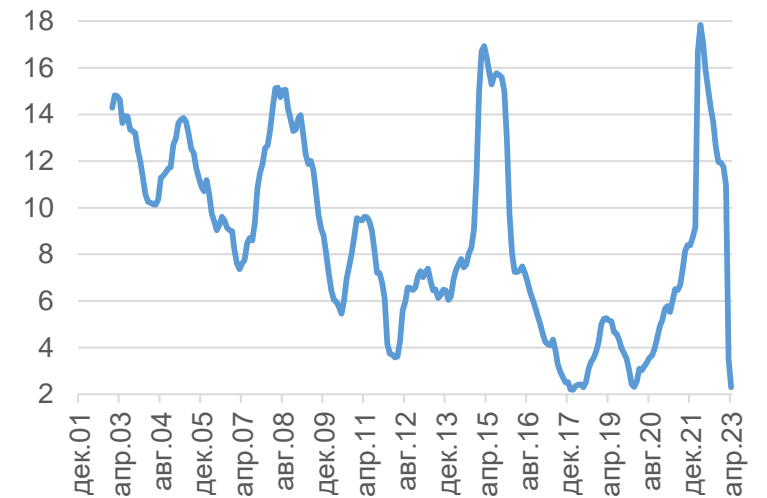
ИПЦ к базовому периоду, SA, декабрь 2001 г. = 100



Темпы прироста потребительских цен, % к предыдущему месяцу, SA



Темпы прироста потребительских цен, % к соответствующему месяцу предыдущего года

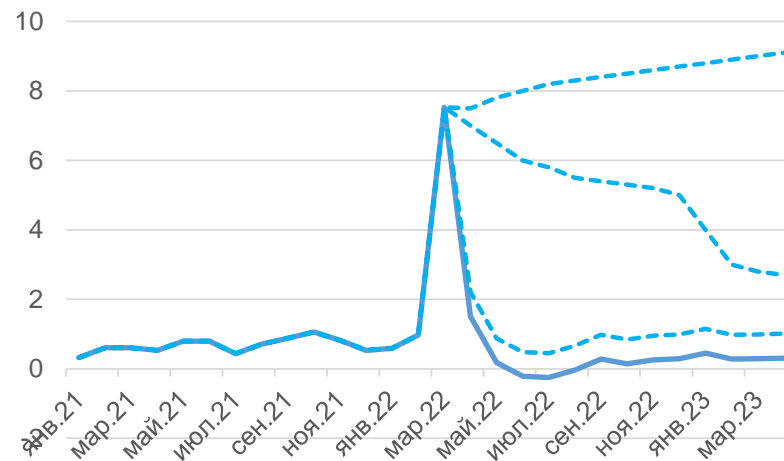




1. Важно смотреть вперед. Разграничение фактического и ожидаемого изменения цен

- Фактическая динамика цен может отклоняться от ранее сделанного прогноза из-за ценовых шоков.
- Неожиданной инфляции невозможно противостоять (цены уже выросли), но важно сгладить её вторичные эффекты, влияющие на ожидаемую (будущую) инфляцию.

Темпы прироста потребительских цен, % к предыдущему месяцу, SA
+ условная* (гипотетическая) инфляция под действием вторичных эффектов при отсутствии реакции ДКП



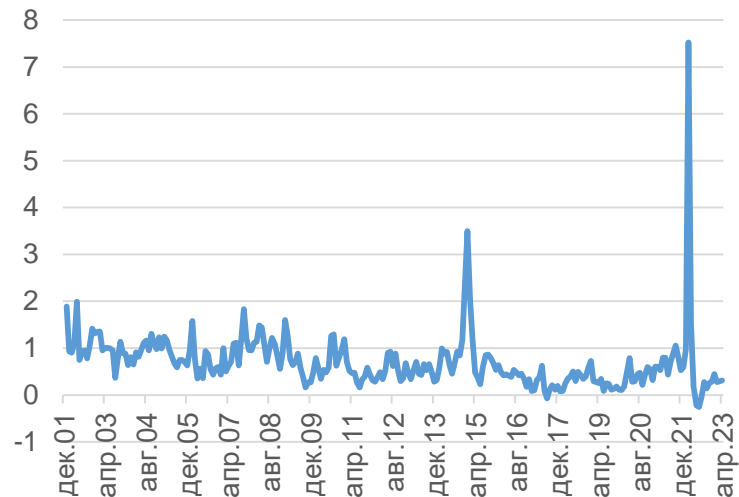
Источник: Росстат, Банк России, расчеты автора

* - представленная гипотетическая траектория является лишь иллюстрацией, конкретные числовые значения условны и не являются результатом каких-либо реальных расчетов



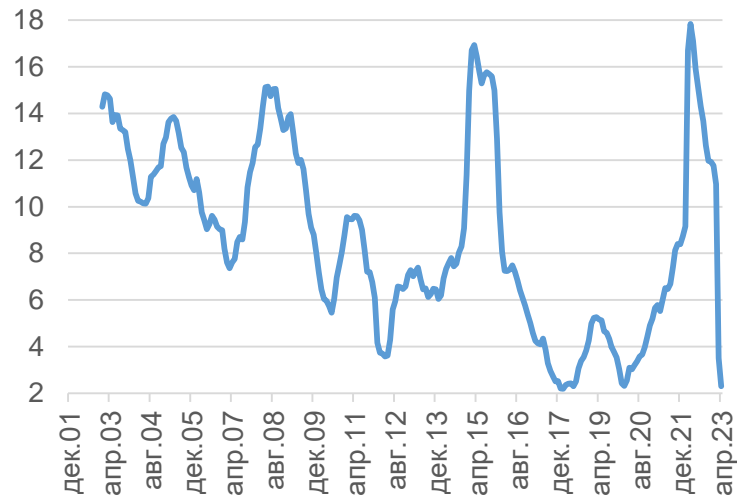
2. Важно различать устойчивую инфляцию и разовое изменение уровня цен.

*Темпы прироста
потребительских цен, % к
предыдущему месяцу, SA*



Источник: Росстат, Банк России, расчеты автора

*Темпы прироста
потребительских цен, % к
соответствующему месяцу
предыдущего года*



При фактически произошедшем временном инфляционном всплеске и при отсутствии вторичных эффектов (заякоренных ожиданий) годовая инфляция будет выше цели 12 месяцев.

В этом случае, быстрый возврат годовой инфляции к цели не оправдан из-за лагов в трансмиссии ДКП



2. Важно различать устойчивую инфляцию и разовое изменение уровня цен.

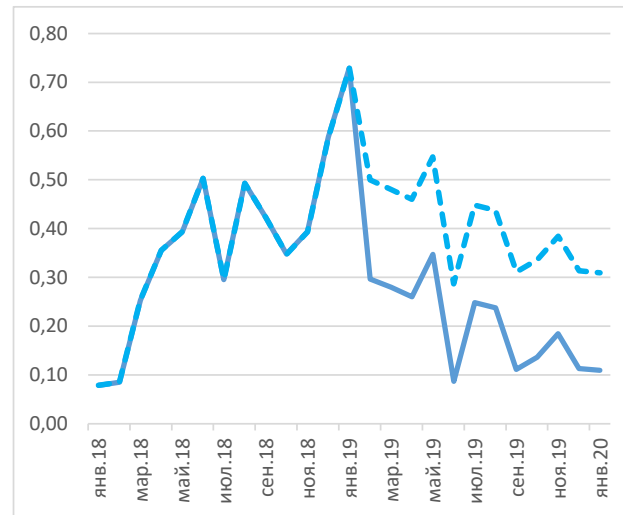
На ожидаемые разовые изменения стоит реагировать, тем более, если инфляционные ожидания не заякорены

Июль 2018 г.: принят закон о повышении НДС с 18 до 20% с 01 января 2019 г.

Сентябрь 2018 г.: повышение ключевой ставки на 0,25пп до 7,5%.

Декабрь 2018 г.: повышение ключевой ставки на 0,25пп до 7,75%.

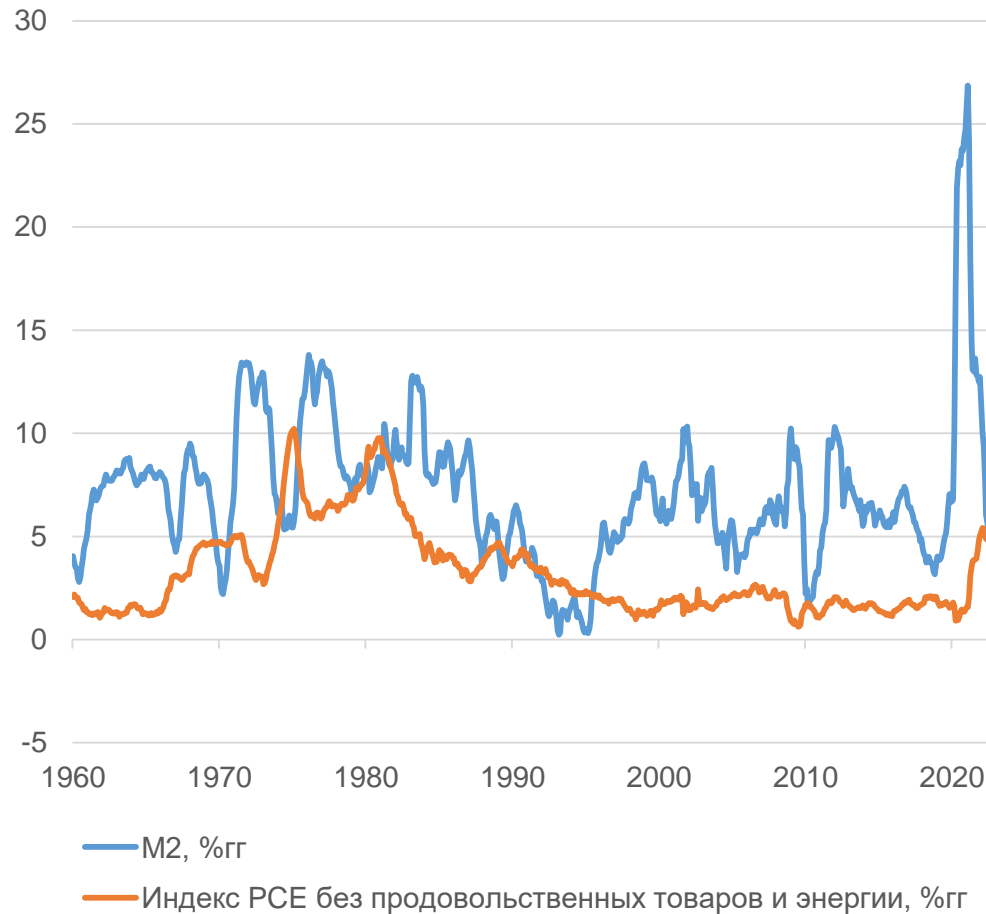
Темпы прироста потребительских цен, % к предыдущему месяцу, SA.
+ условная* инфляция под действием вторичных эффектов при
отсутствии реакции ДКП



* - представленная гипотетическая траектория является лишь иллюстрацией, конкретные числовые значения условны и не являются результатом каких-либо реальных расчетов



Рост денежной массы (M2) и базовая инфляция в США, % за год, январь 1960 г. – апрель 2023 г.



Показатели устойчивой инфляции

Рисунок 11. Модифицированные показатели* базовой инфляции (% в годовом выражении) и оценка трендовой инфляции (% г/г)



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

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

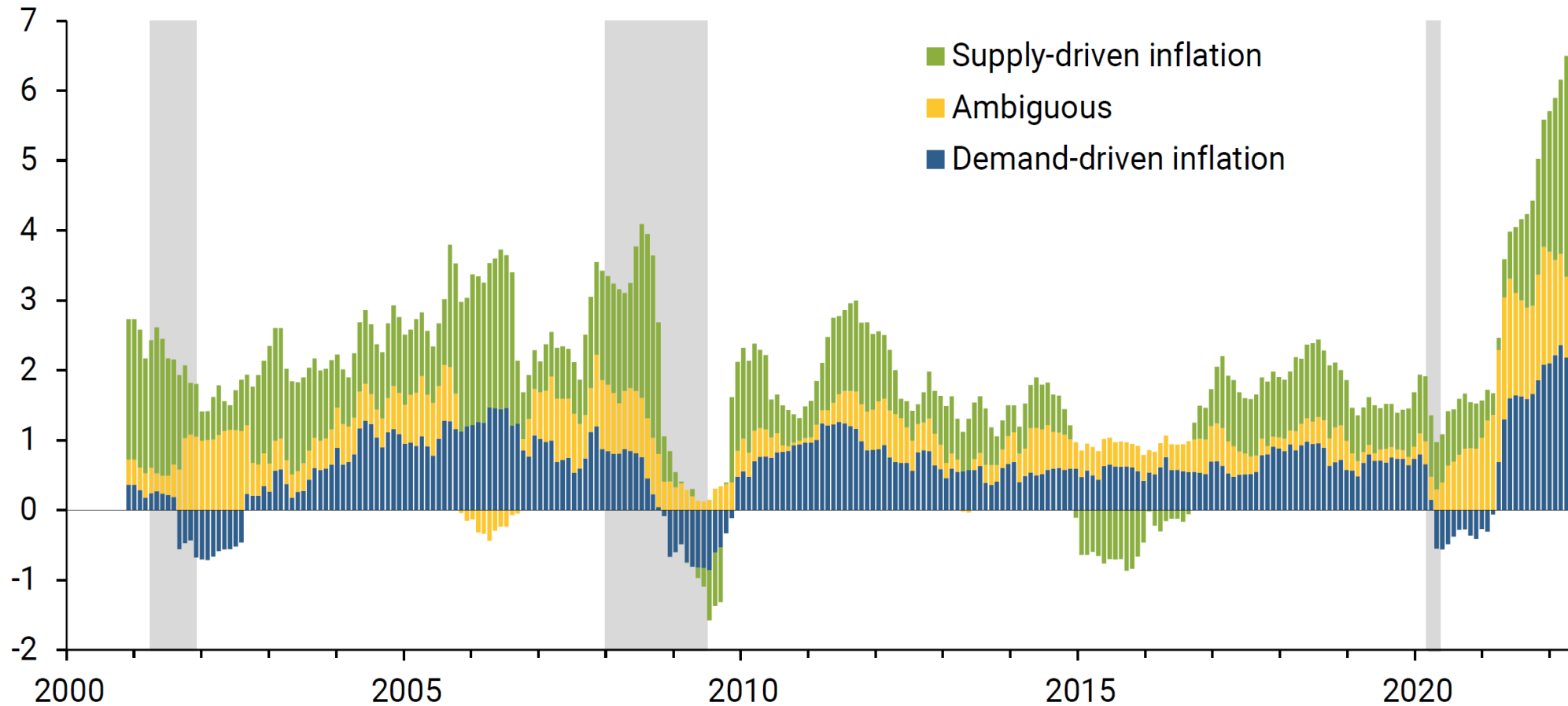


3. Разграничение инфляции спроса и предложения (издержек).
ЦБ иногда приходится делать трудный выбор: ценовая стабильность или поддержание экономики в равновесии?

| | случай 1 | случай 2 | случай 3 |
|-----------------------------|----------|-----------------------|---------------|
| Инфляция спроса | 4 | 4 | 6 |
| Инфляция издержек | 0 | 3 | 0 |
| Инфляция (суммарная) | 4 | 7 | 6 |
| Разрыв выпуска | нулевой | нулевой/отрицательный | положительный |

Supply-driven and demand-driven contributions to year-over-year PCE inflation

Percentage points

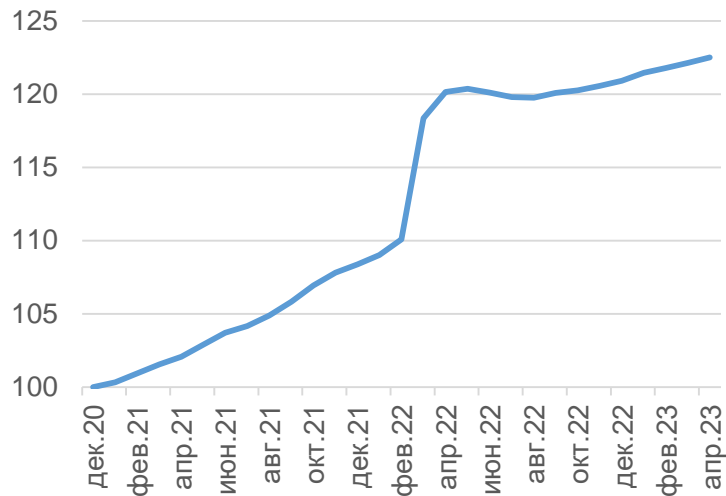


Note: Data available at [Supply- and Demand-Driven PCE Inflation](#). Gray shading indicates NBER recession dates.

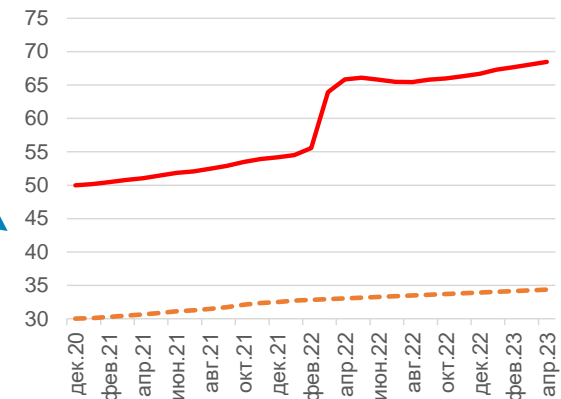
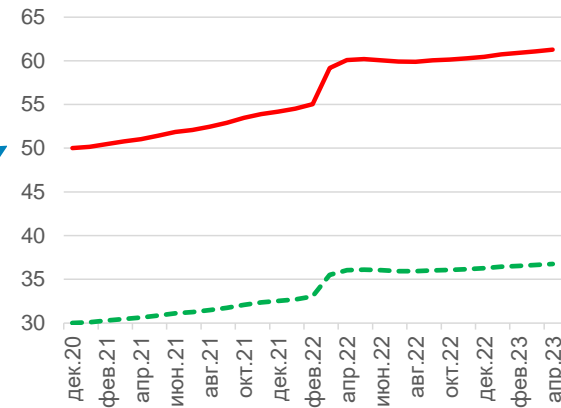


4. Разовые изменения уровня цен могут отражать не пропорциональное изменение всех цен, а изменение относительных цен (изменение части цен относительно других)

ИПЦ к базовому периоду,
SA, декабрь 2020 г. = 100



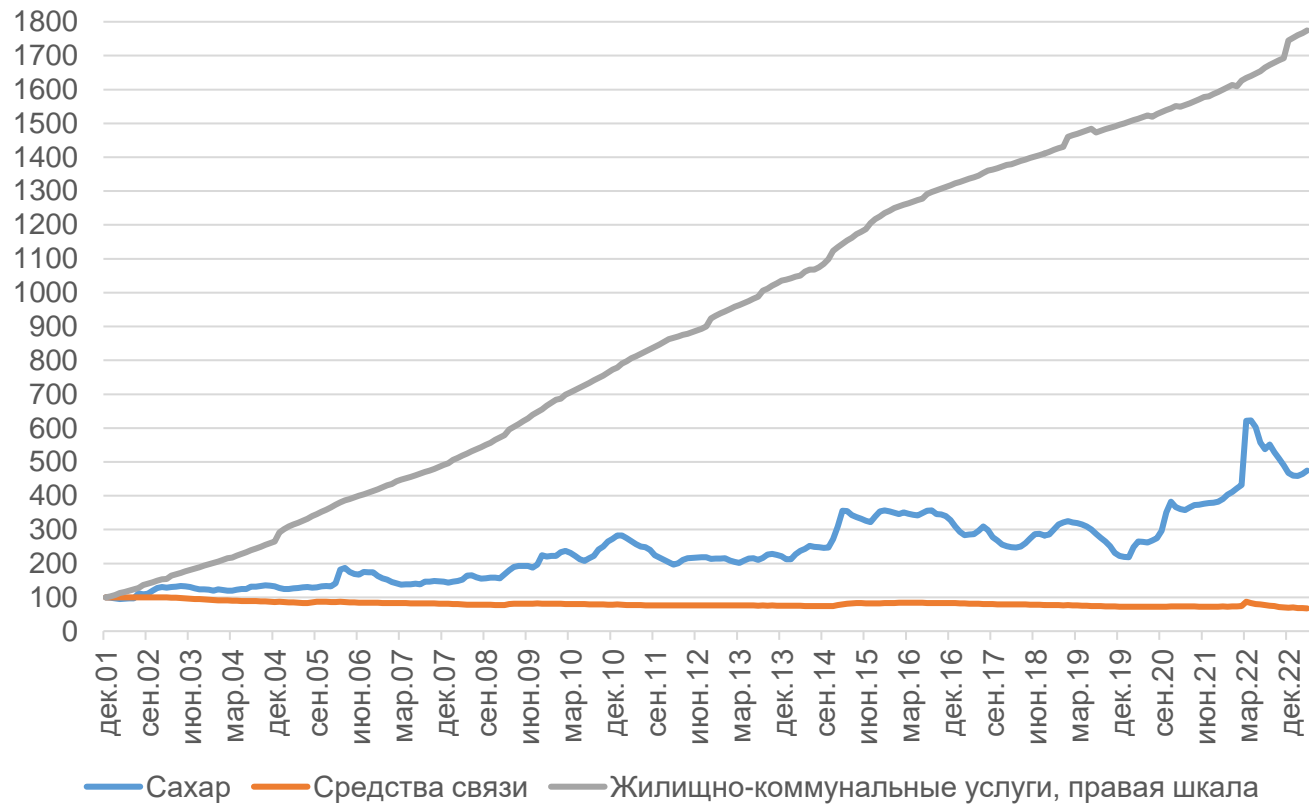
?





5. Изменение относительных цен – привычное явление для динамики ИПЦ. Часто она разнонаправленная и поэтому не отражается в изменении общего уровня цен, но так происходит не всегда.

Темп роста цен отдельных компонент ИПЦ,
SA, Декабрь 2001 г. = 100





Значительное изменение относительных цен для подстройки экономики к новой структуре. Такое изменение относительных цен может влиять на общую инфляцию.

| | | Потребительский сектор А | Потребительский сектор Б | Итого |
|--------------------------|----------|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|
| До структурных изменений | Спрос | 50 | 50 | 100 |
| | Инфляция | 4 | 4 | $4 \cdot 1/2 + 4 \cdot 1/2 = 4$ |
| После | Спрос | 90 | 10 | 100 |
| | Инфляция | 2 | 30 | $2 \cdot 0,9 + 30 \cdot 0,1 = 4,8$ |

Как правило, этот процесс временный: инфляция высокая, но замедляющаяся.

Если процесс подстройки экономики растянут во времени и влияет на инфляцию в среднесрочной перспективе, мешать подстройке экономики не оптимально.

=> В такие периоды может быть целесообразно допустить рост инфляции немного выше цели. См. исследования из Reading list (часть 2).



Фактическая инфляция соответствует ранее сделанному прогнозу?

Да

Нет: изменение инфляции неожиданное

Изменение является временным или персистентным?

Временное

Персистентное

Ужесточение ДКП

Насколько сильно влияние вторичных эффектов на будущую инфляцию (заякорены ли инфляционные ожидания)?

Слабое

Сильное

Ужесточение ДКП

Изменение спроса или издержек в будущем относительно предыдущего прогноза? Меняется ли прогноз инфляции на будущее?

Нет

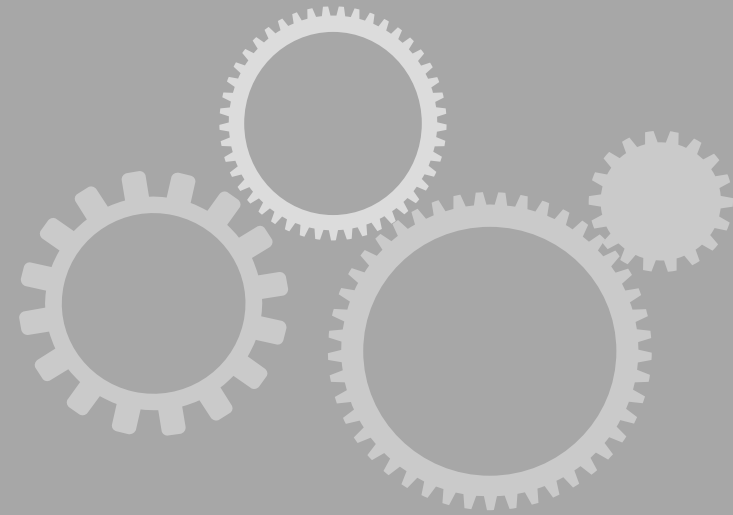
Да. Спрос

Да. Издержки

Ужесточение ДКП



Приложение





- 1) Два вида денег: для экономики и для банков.
- 2) В современной денежной системе деньги для банков выполняют операционную функцию – обслуживание платежей. В теории в рамках современной ДКП ЦБ дает банкам денег столько, сколько бы они ни захотели по заданной ЦБ ставке процента.
- 3) Транзакции с деньгами для экономики определяют инфляцию. Поэтому они в центре внимания.
- 4) Технически деньги для экономики создают коммерческие банки. *Соответственно, важна стабильная банковская система(!)*
- 5) Основным источником (каналом) создания денег является кредитование: кредиты создают депозиты. Для выдачи кредитов банкам не нужны депозиты (деньги для экономики), а нужны деньги для банков.
- 6) Современный ЦБ в нормальных условиях напрямую не влияет на объем денег в экономике и действует только на рынке денег для банков. Краткосрочные ставки на рынке денег для банков влияют на долгосрочные ставки на рынке денег для экономики: ставки по банковским кредитам и депозитам. Затем эти ставки оказывают влияние на инфляцию.
- 7) Поэтому ЦБ важно отслеживать и анализировать все составляющие работы трансмиссионного механизма: от краткосрочных ставок до инфляции.

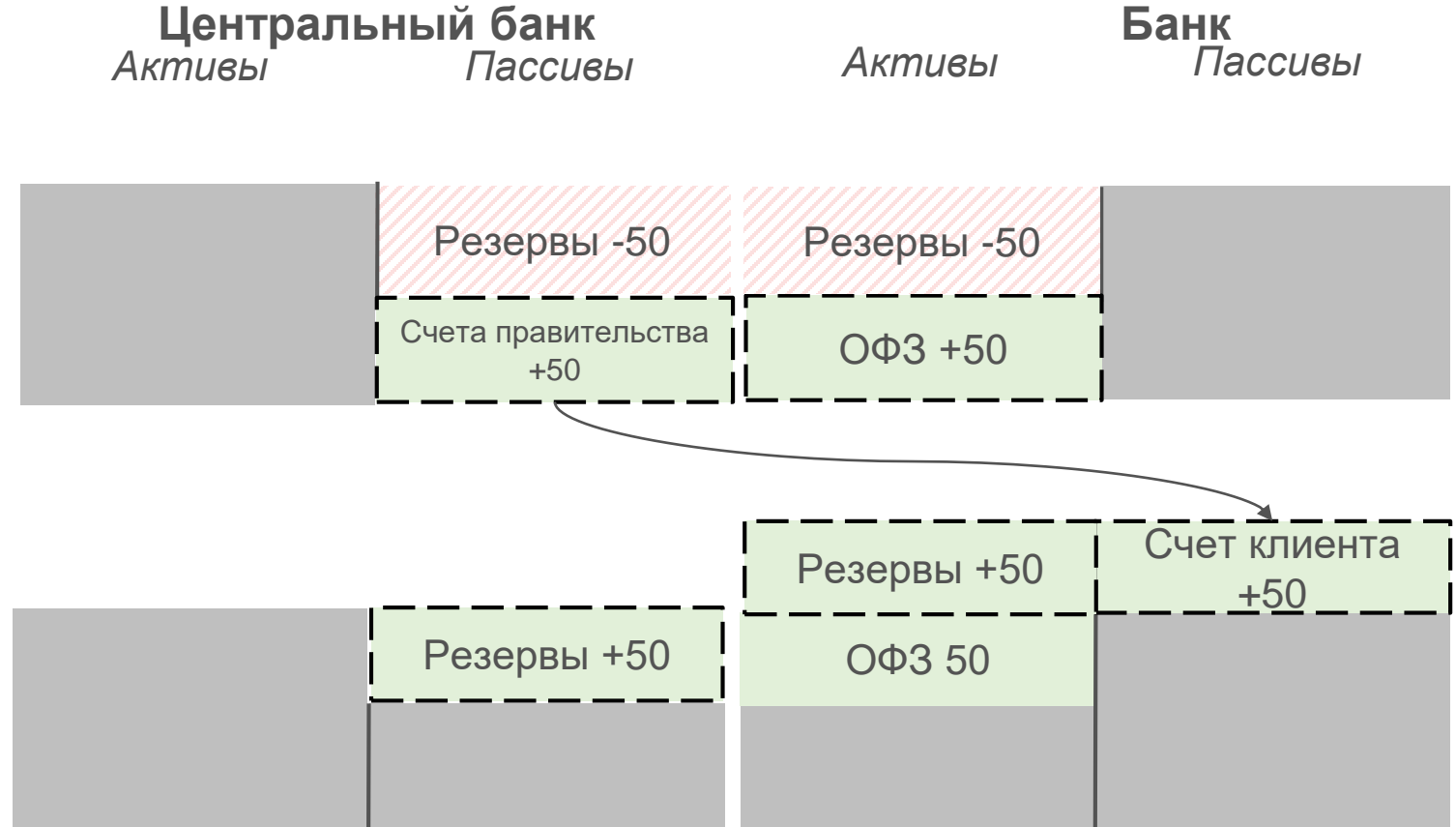


- 1) **Инфляция – это устойчивое повышение общего уровня цен.**
- 2) **Важно смотреть вперед** и разграничивать текущую и будущую инфляцию. Текущая инфляция может соответствовать ожиданиям или нет. Неожиданной текущей инфляции невозможно противостоять, но можно сгладить ее вторичные эффекты, влияющие на ожидаемый (будущий) рост цен.
- 3) **Важно различать устойчивую инфляцию и разовое изменение уровня цен (ожидаемое или нет).** ЦБ может игнорировать ожидаемые разовые скачки цен, если они не влияют на устойчивую инфляцию.
- 4) **ЦБ иногда приходится делать трудный выбор ради достижения ценовой стабильности.** ЦБ различает **инфляцию спроса и инфляцию предложения (издержек)**. Инфляции спроса противодействовать просто. Для противодействия инфляции издержек необходимо сокращение деловой активности ниже потенциала, в связи с чем возникает проблема: как снизить инфляцию с меньшими потерями выпуска.
- 5) **ЦБ может игнорировать инфляцию издержек, но должен противодействовать ее вторичным эффектам.** Сама по себе инфляция за счет инфляции издержек не может быть персистентной – таковой может быть только монетарная инфляция (инфляция спроса). При этом инфляция издержек может влиять на инфляционные ожидания (вторичный эффект) и тем самым на инфляцию спроса.
- 6) **ЦБ может допускать повышенную инфляцию в период структурных изменений.** Разовые изменения уровня цен могут отражать не пропорциональное изменение всех цен, а изменение относительных цен (изменение части цен относительно других). Это влияет на общий уровень цен. Противодействие таким изменениям не является оптимальным методом: за счет изменения относительных цен обеспечивается подстройка экономики для достижения нового равновесия.



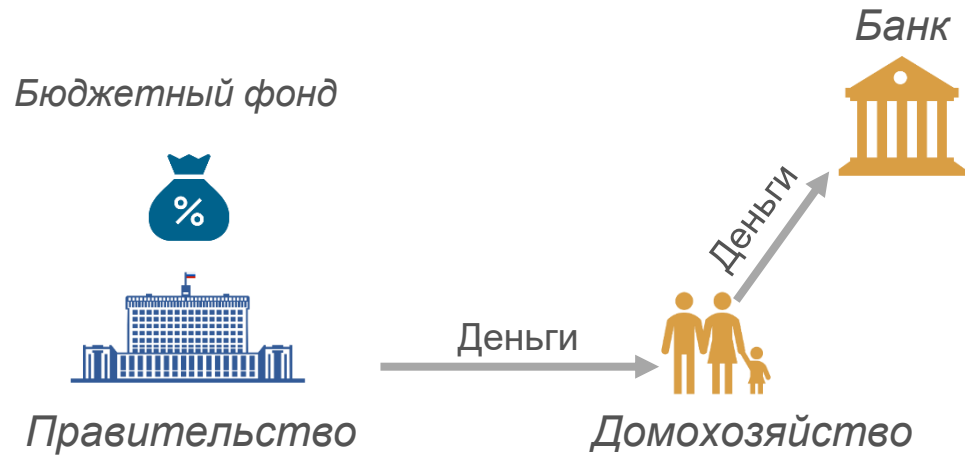
Выпуск ОФЗ с покупкой ОФЗ банками и последующим расходованием средств бюджета

- ЦБ является банком для Правительства
- Правительство выпускает ОФЗ, которые приобретают банки
- Правительство осуществляет государственные расходы в пользу клиента банка





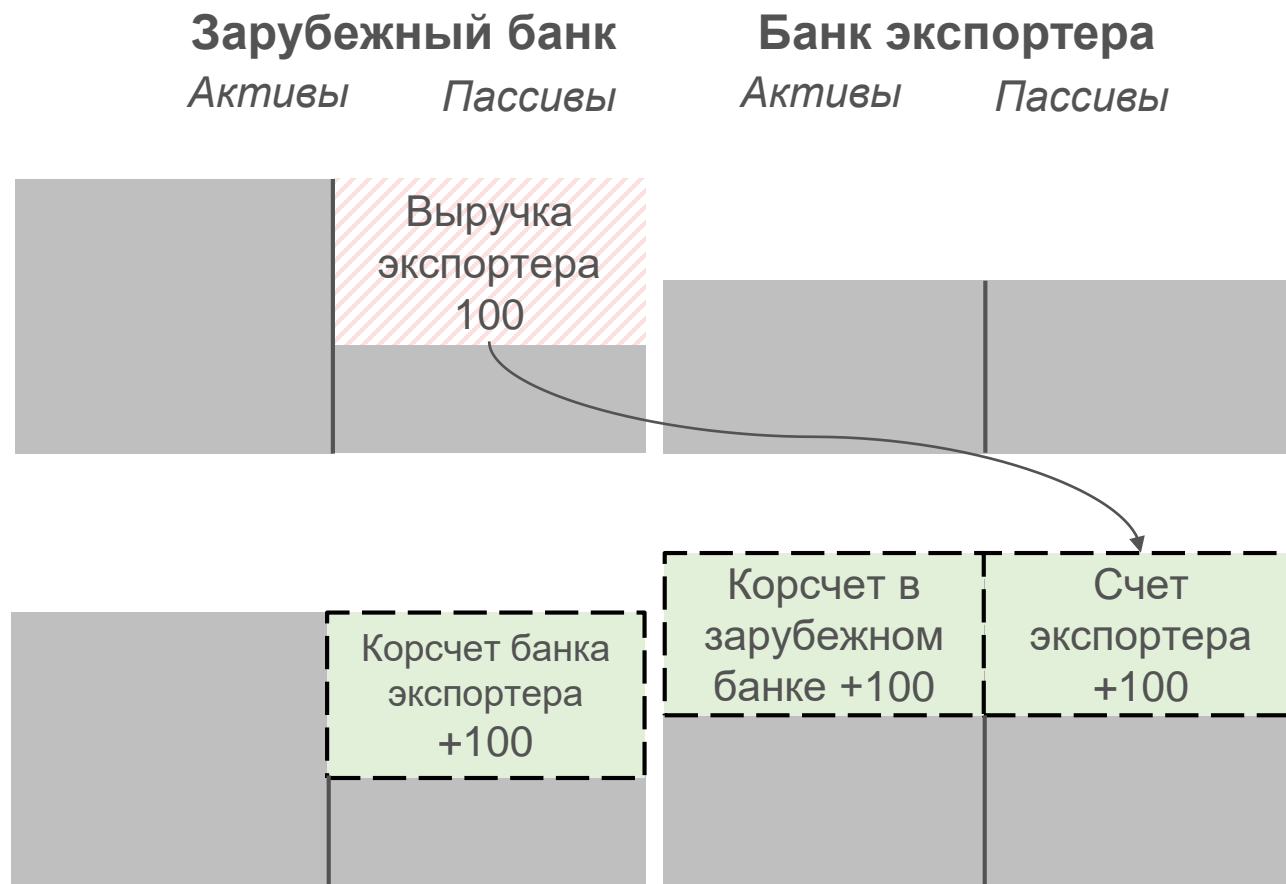
Расходование Резервного фонда



| Центральный банк | | Банк | |
|------------------|-------------------|-------------|------------------|
| Активы | Пассивы | Активы | Пассивы |
| | Бюджетный фонд 50 | | |
| | Резервы +50 | Резервы +50 | Счет клиента +50 |

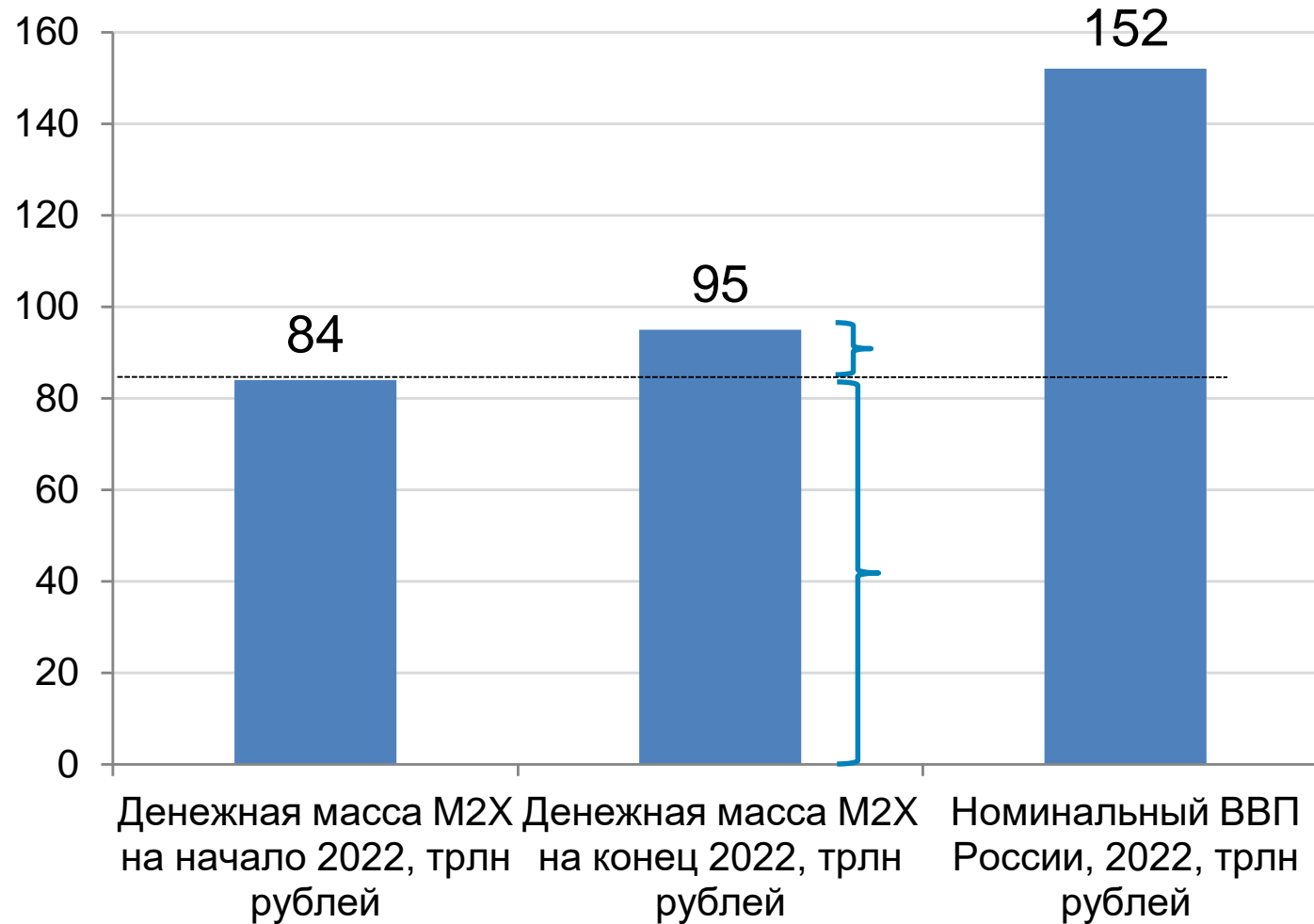


- Экспортер переводит валютную выручку со счета в зарубежном банке на счет банка экспортера в России
- Объем требований экспортера к зарубежному банку сокращается
- У банка-экспортера растут объемы требований к зарубежному банку и обязательств перед экспортером



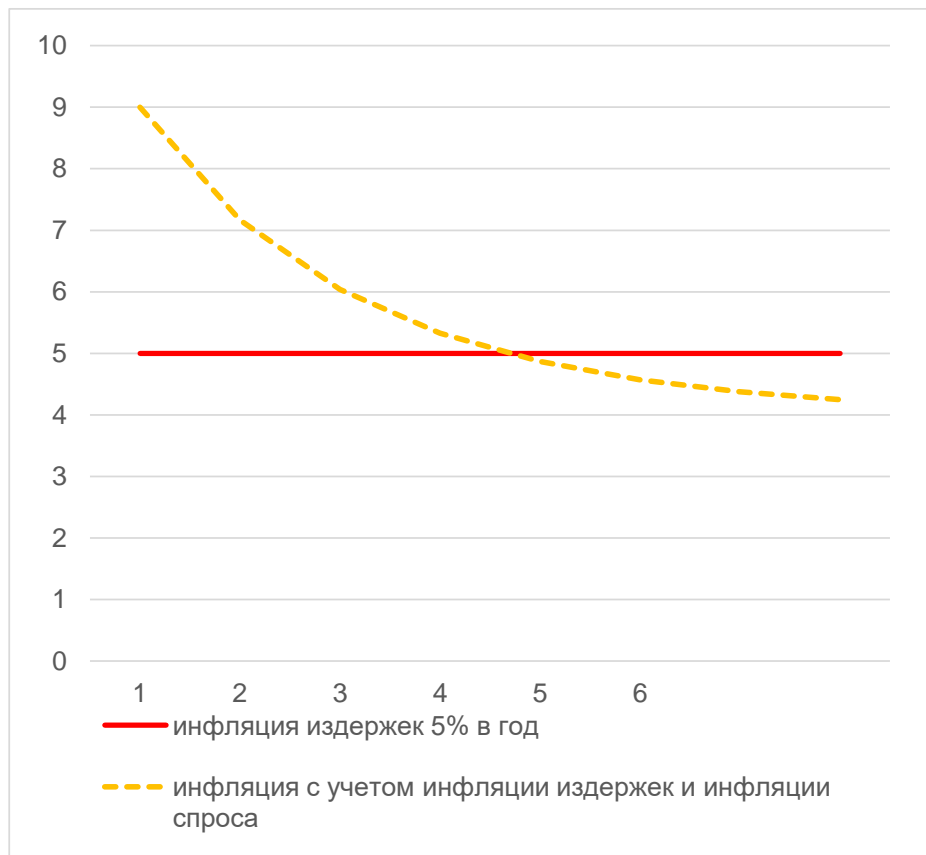


- Требования к достаточности капитала банков (ограничение из-за микро- и макропруденциальных нормативов)
- Склонность к риску
- Достаточность длинных пассивов: «длинного» фондирования





Сама по себе инфляция за счет инфляции издержек не может быть устойчивой. ЦБ может игнорировать инфляцию издержек, но противодействует её вторичным проинфляционным эффектам.



Источник: расчеты автора

