



Банк России

ОБЕСПЕЧЕНИЕ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ НА ПРАКТИКЕ

МОРОЗОВ А Г
30 ИЮНЯ 2025 Г.

г. Санкт-Петербург



Банк России

1

КАК УСТРОЕНА ТРАНСМИССИЯ ДКП.
РАБОТАЕТ ЛИ ТРАНСМИССИЯ НА ПРАКТИКЕ

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП): процентный канал

- **Ключевая ставка** – основной инструмент влияния на инфляцию
- Ее изменение запускает сложный процесс корректировок **ставок** и доходностей в экономике, который влияет на совокупный **спрос** и конечном счете на **инфляцию**



Ключевая ставка и инфляция в России



Ключевая ставка и инфляция в России (с учетом трансмиссии ДКП)





Банк России

2

ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ НА
ПРАКТИКЕ



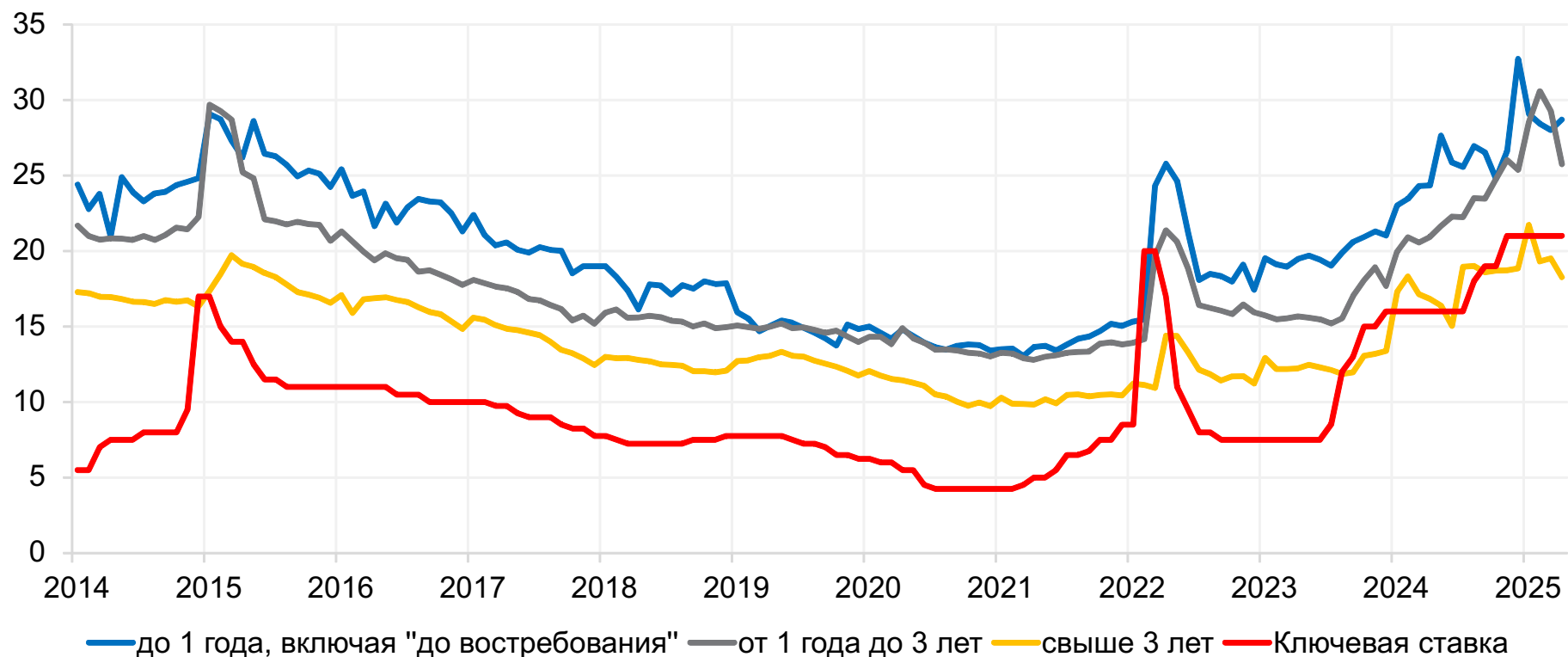
Банк России

2.1

ОТ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ И СИГНАЛА
ДКП - К СТАВКАМ ПО КРЕДИТАМ И
ДЕПОЗИТАМ

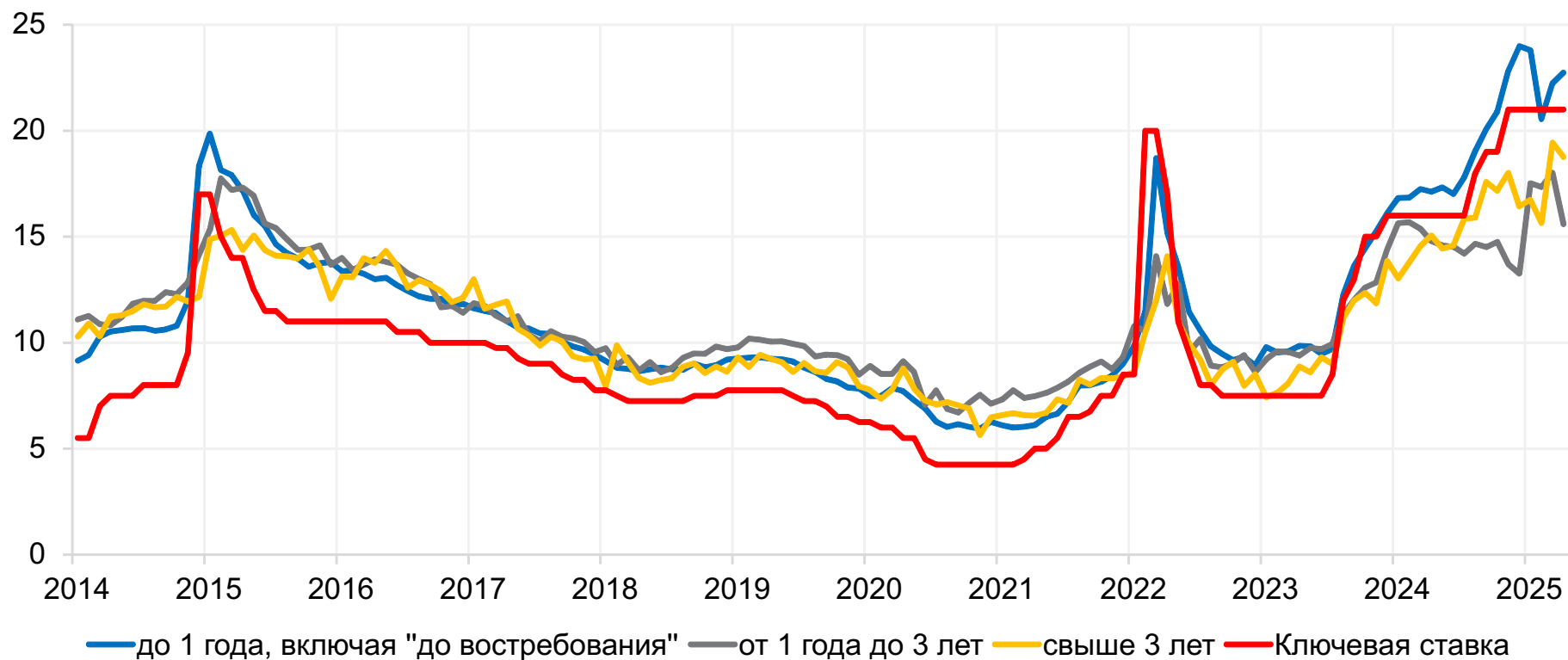
Ставки по розничным кредитам следуют за ключевой, из них по долгосрочным кредитам – с большей задержкой во времени

Динамика ключевой ставки и ставок по кредитам физическим лицам, п.п.



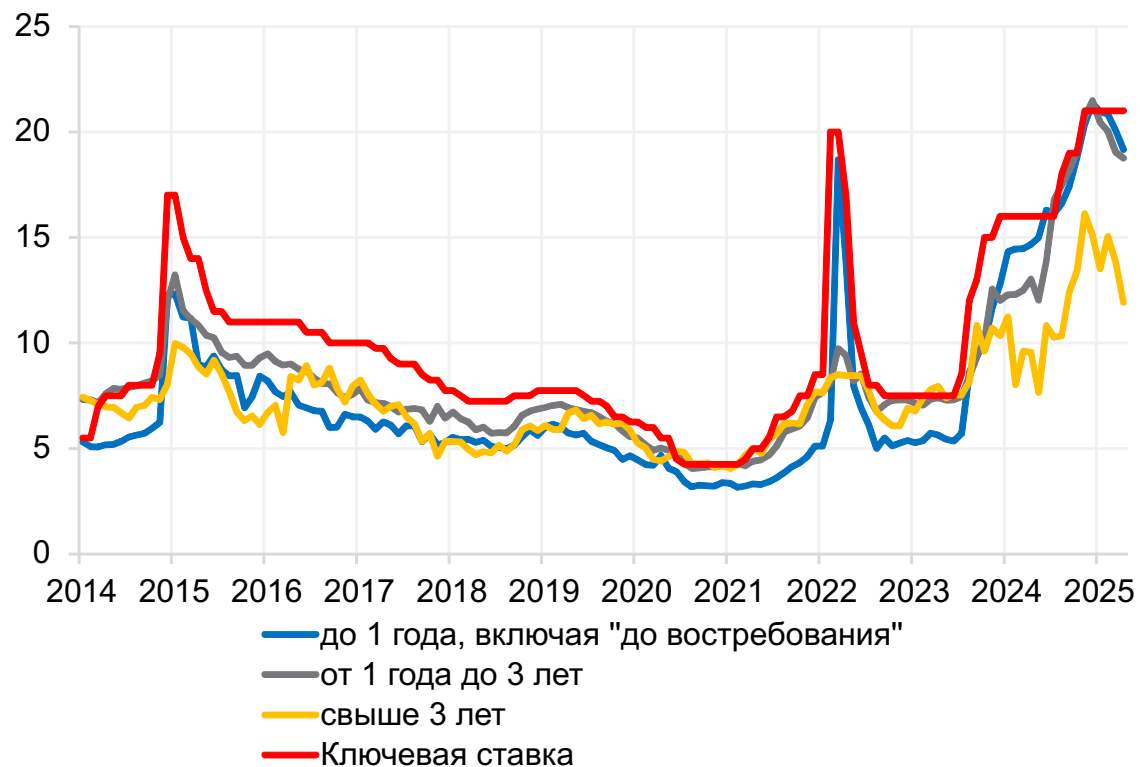
Ставки по корпоративным кредитам меняются вслед за ключевой

Динамика ключевой ставки и ставок по кредитам юридическим лицам, п.п.

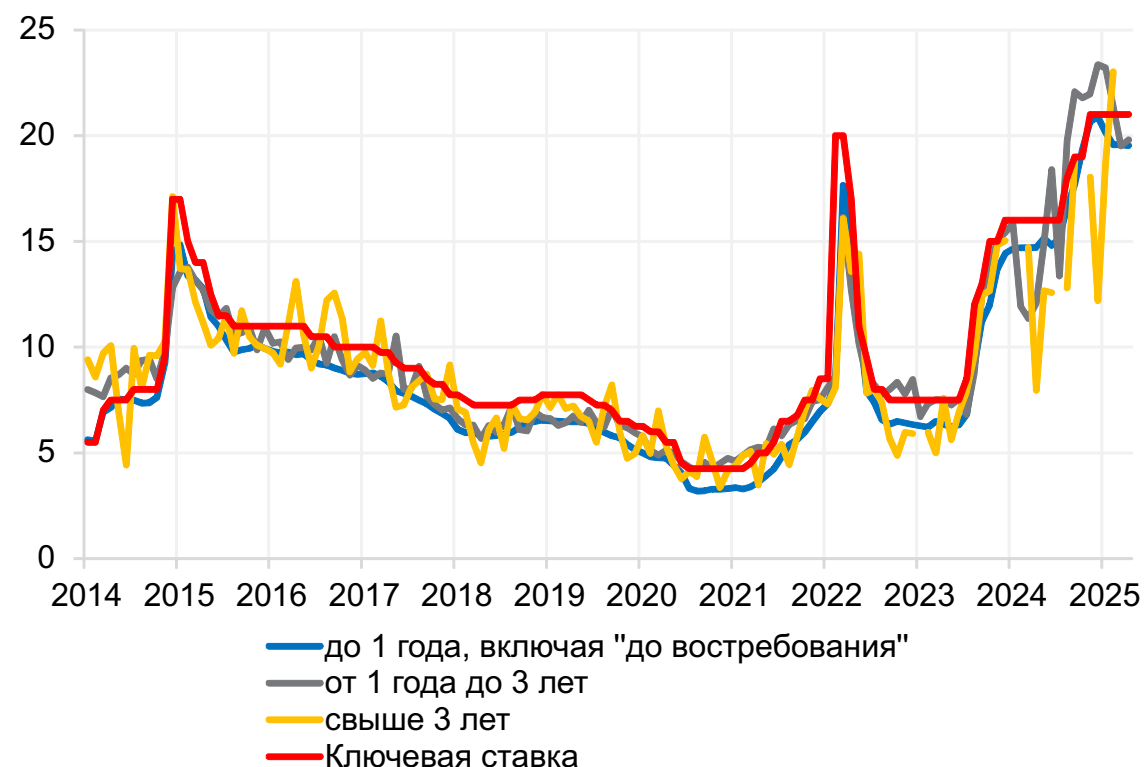


Ставки по депозитам следуют за ключевой, но меньше – по долгосрочным депозитам

Динамика ключевой ставки и ставок по депозитам физических лиц, п.п.

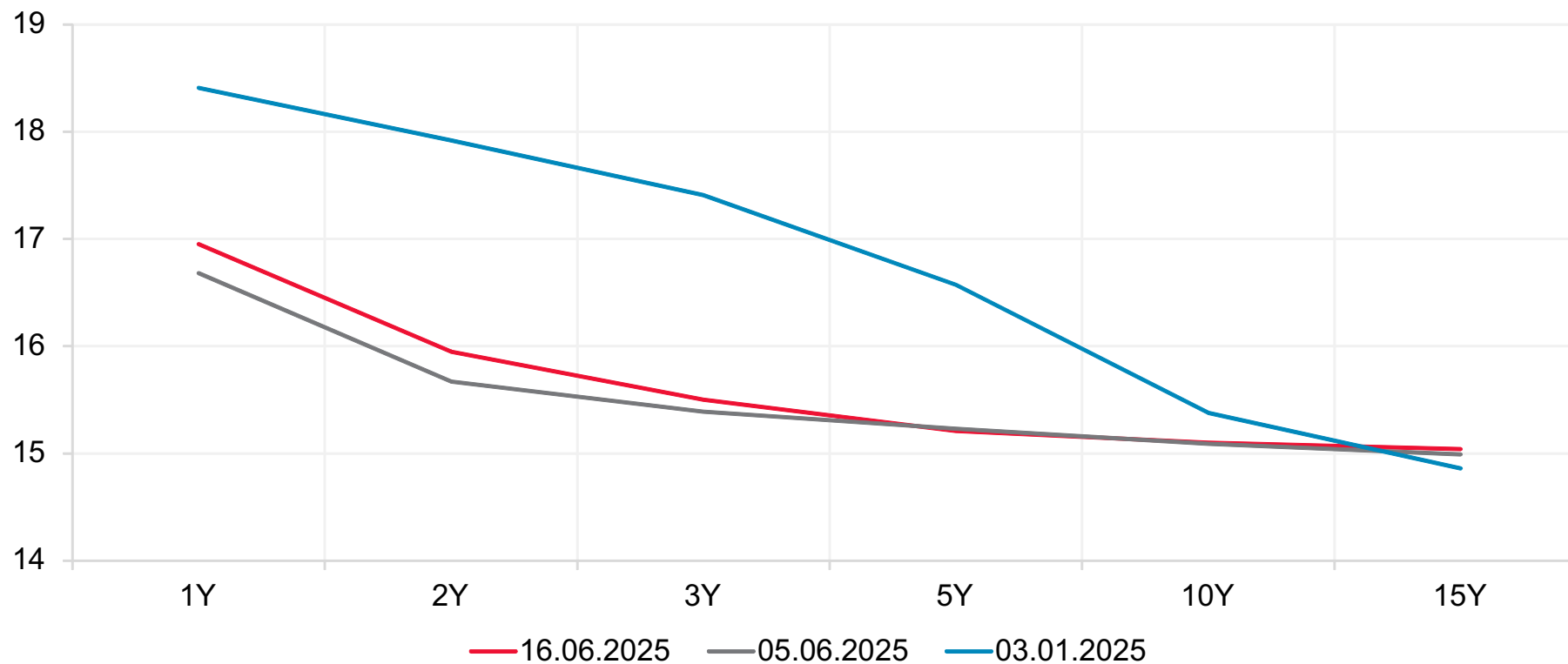


Динамика ключевой ставки и ставок по депозитам нефинансовых организаций, п.п.



Кривая доходностей ОФЗ служит ориентиром для банков при определении кредитных и депозитных ставок на длинные сроки

Кривая бескупонной доходности ОФЗ, % годовых



Последняя дата на графике: 16.06.2025.

Источник: ПАО «Московская Биржа».



Банк России

2.2

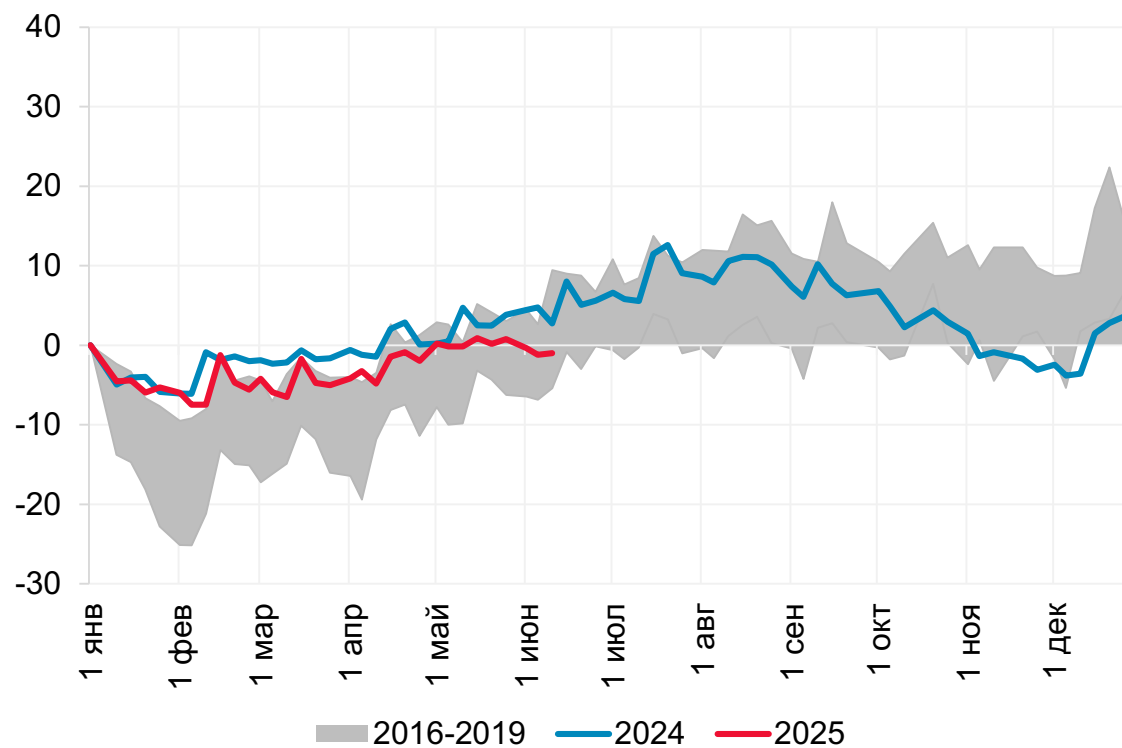
ОТ СТАВОК - К ДЕПОЗИТАМ

Темп роста средств населения замедлился

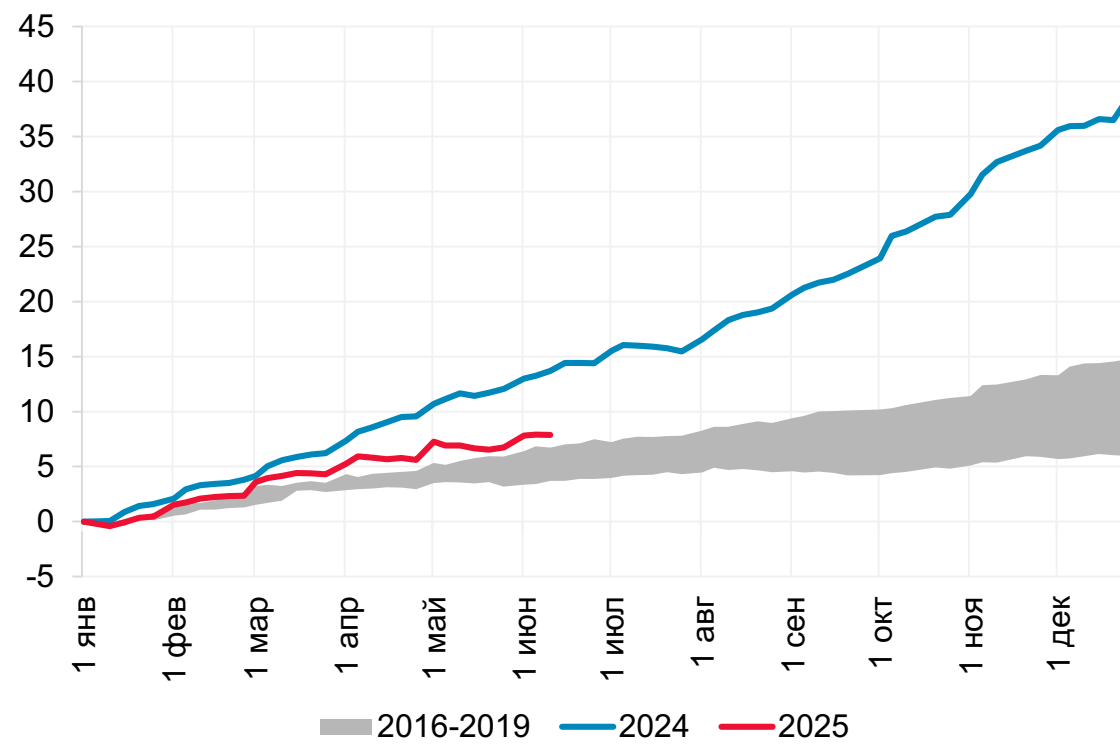


Банковские депозиты растут более умеренными темпами

Накопленная динамика рублевых депозитов физических лиц до востребования, %



Накопленная динамика рублевых срочных депозитов физических лиц, %





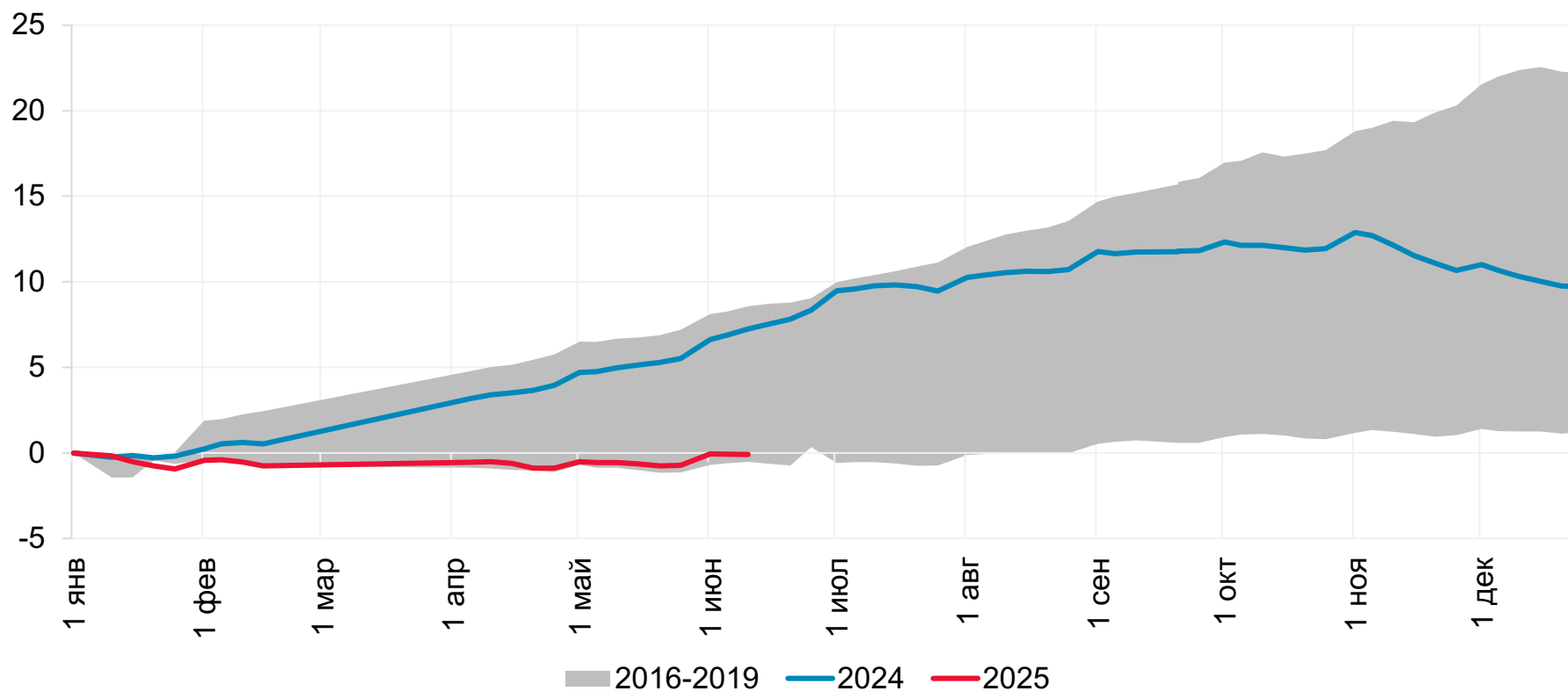
Банк России

2.3

ОТ СТАВОК - К КРЕДИТАМ И
ДЕНЕЖНОЙ МАССЕ

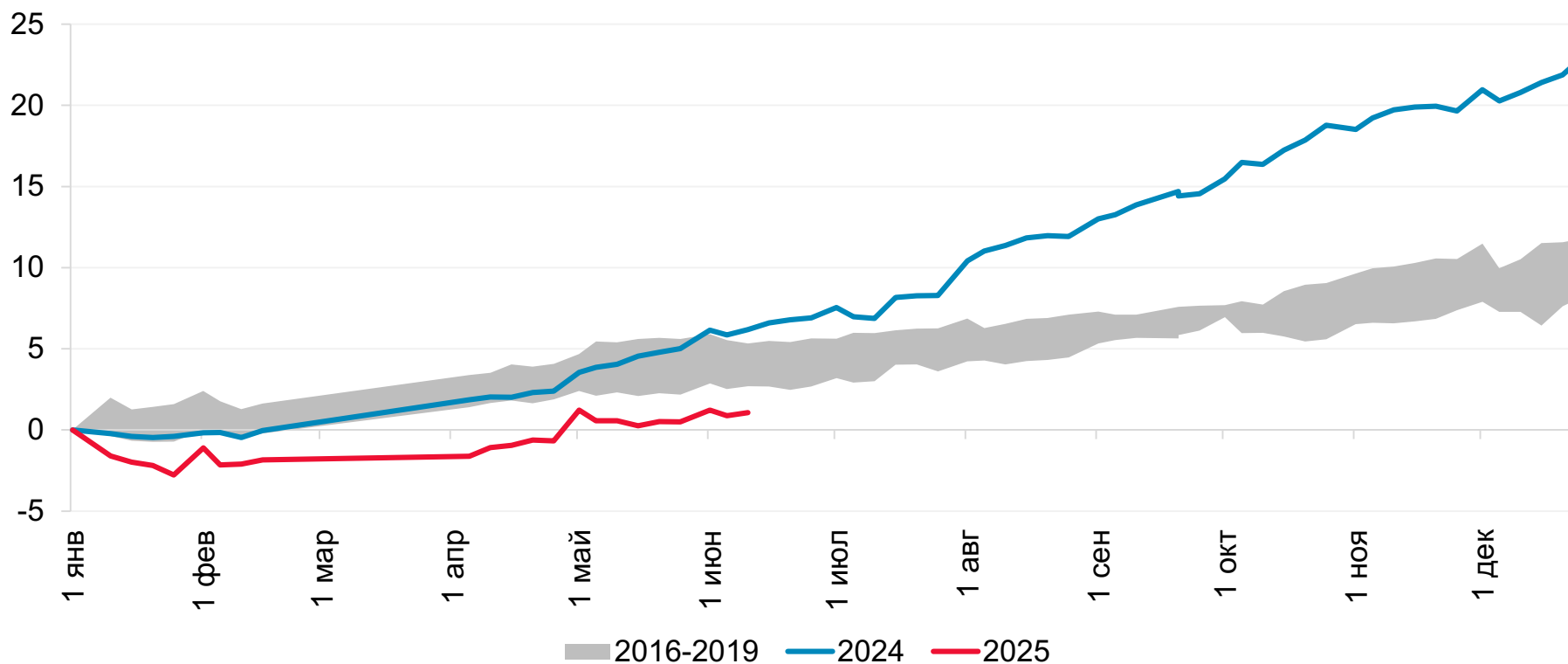
Рублевые требования к физическим лицам с начала года не выросли

Накопленная динамика розничного рублевого кредитования с начала года, %

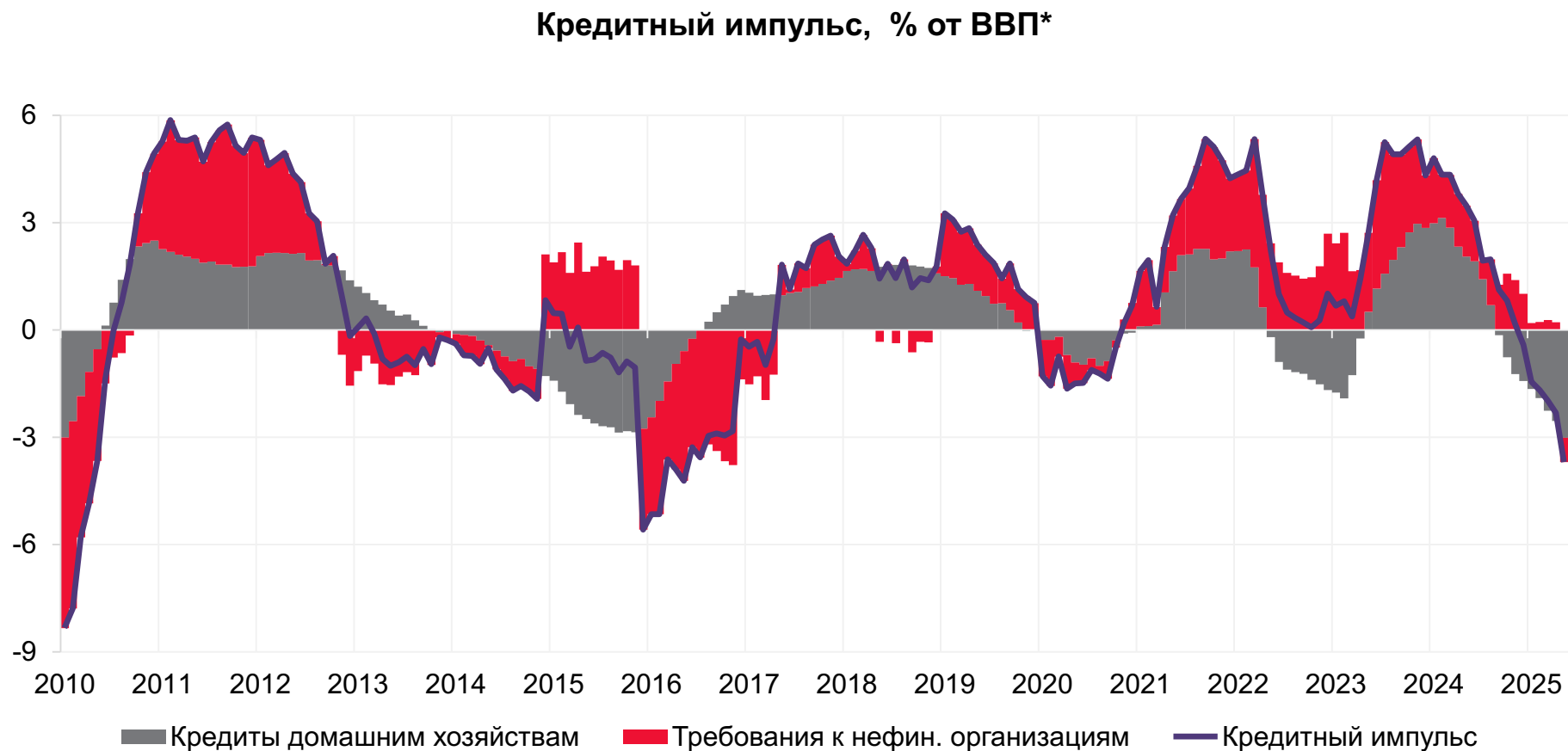


Рублевые требования к организациям растут заметно медленнее прошлых лет

Накопленная динамика требований к нефинансовым и финансовым организациям в рублях с начала года, %

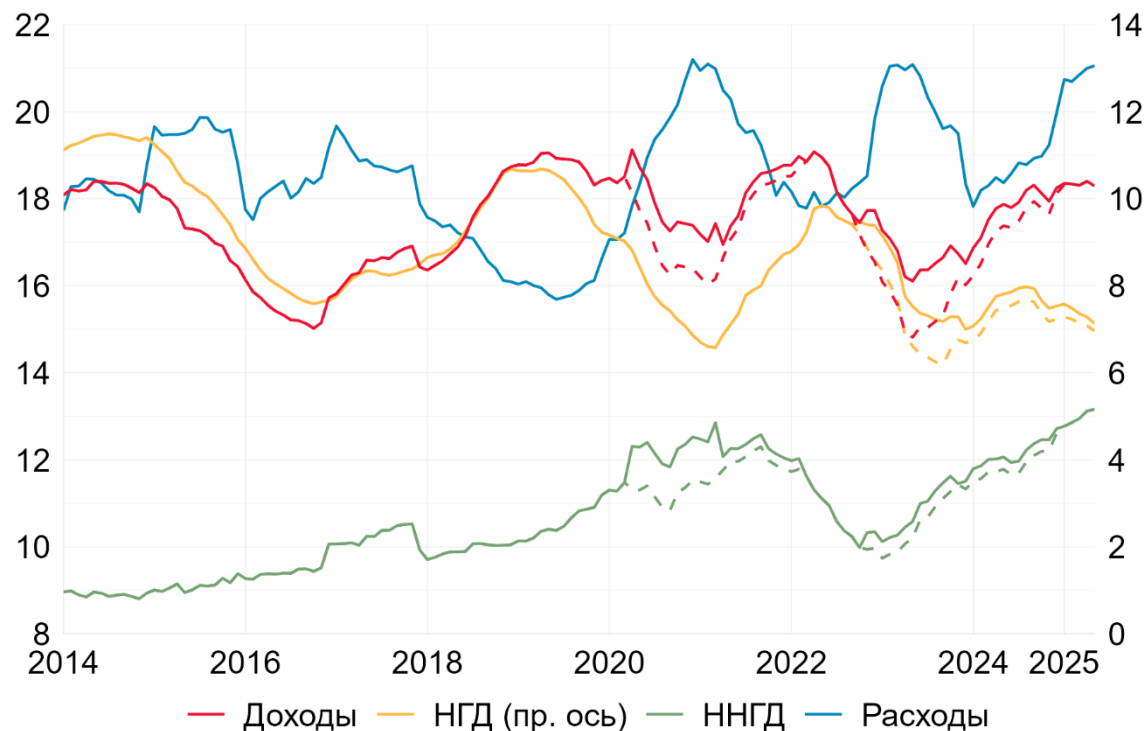


Снижается кредитный импульс, что ограничивает рост спроса



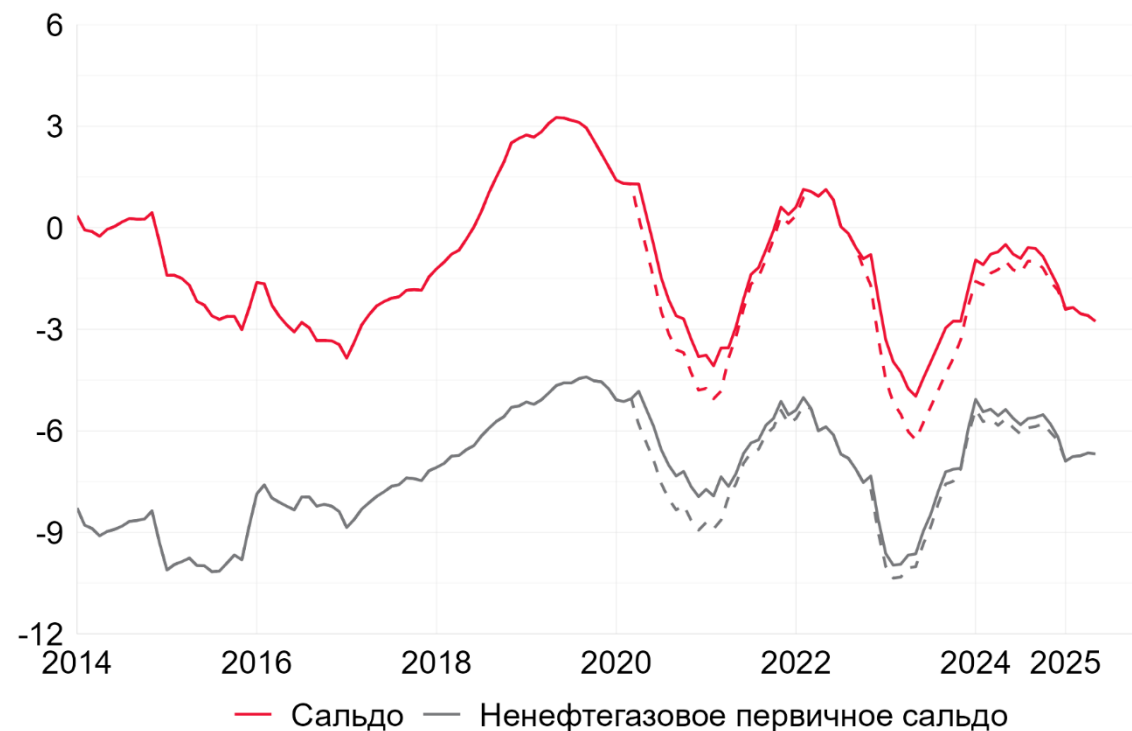
Ненефтегазовый бюджетный дефицит в 2025 г. увеличился

Основные показатели* федерального бюджета, % ВВП ск. за 12 месяцев



Пунктир - с очисткой от разовых факторов.

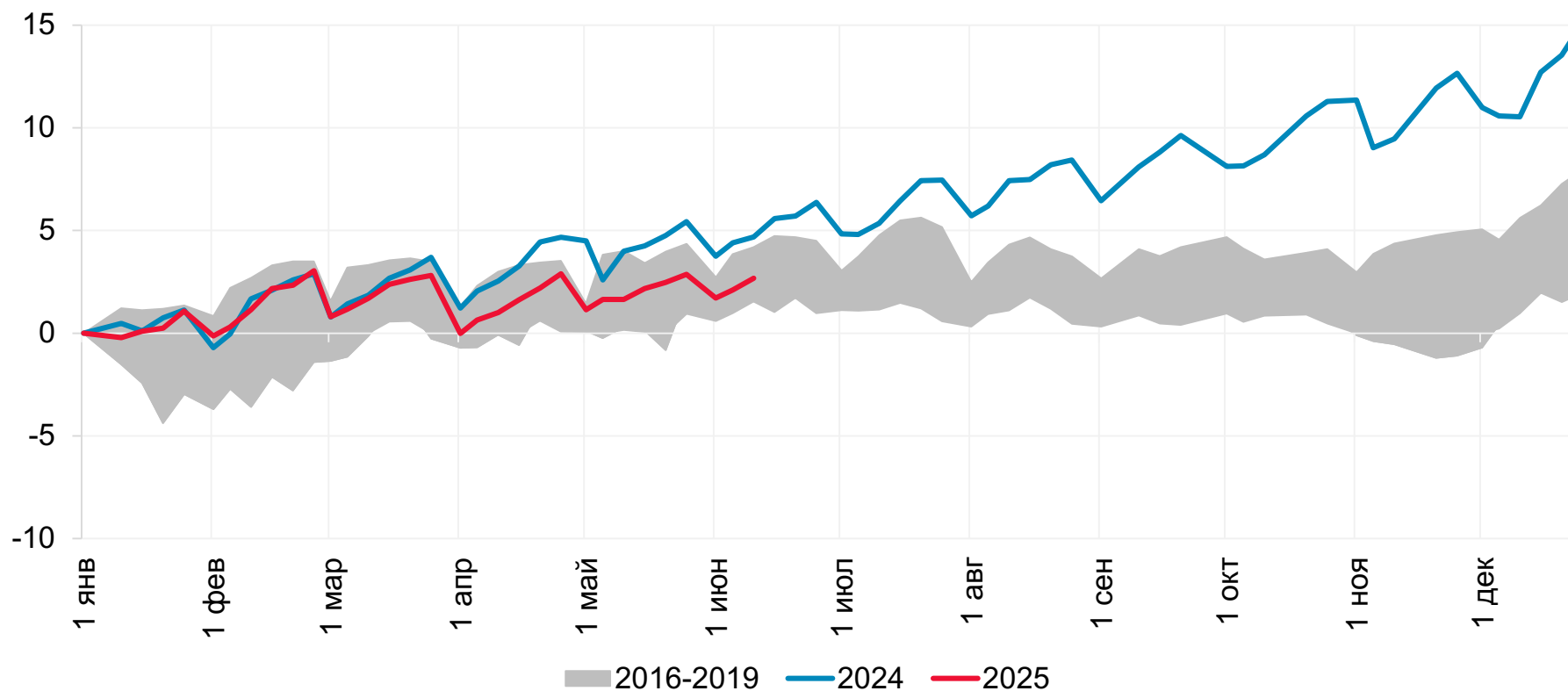
Сальдо и ненефтегазовое первичное сальдо федерального бюджета, % ВВП ск. за 12 месяцев



Пунктир - с очисткой от разовых факторов.

Динамика прироста широкой денежной массы проходит ниже траектории 2024 года, в границах диапазона 2016 – 2019 годов

Широкая денежная масса с исключением влияния валютной переоценки, % с начала года

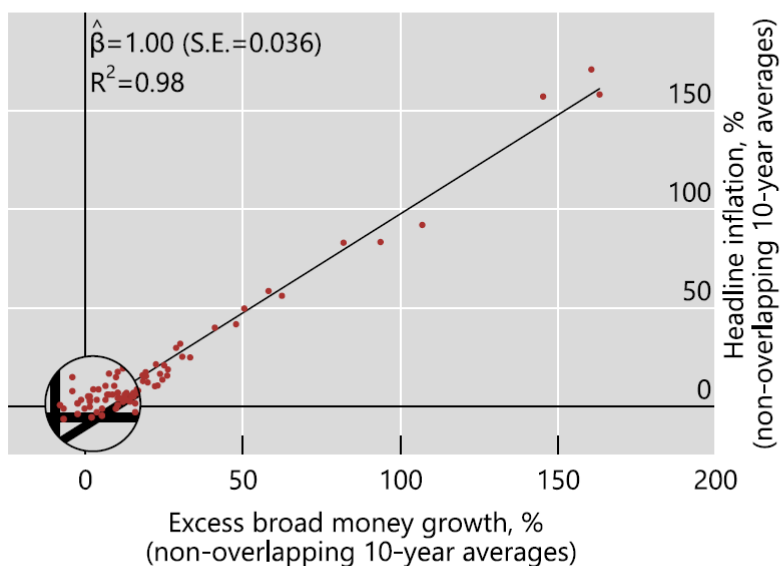


Связь инфляции и роста денежной массы: два режима

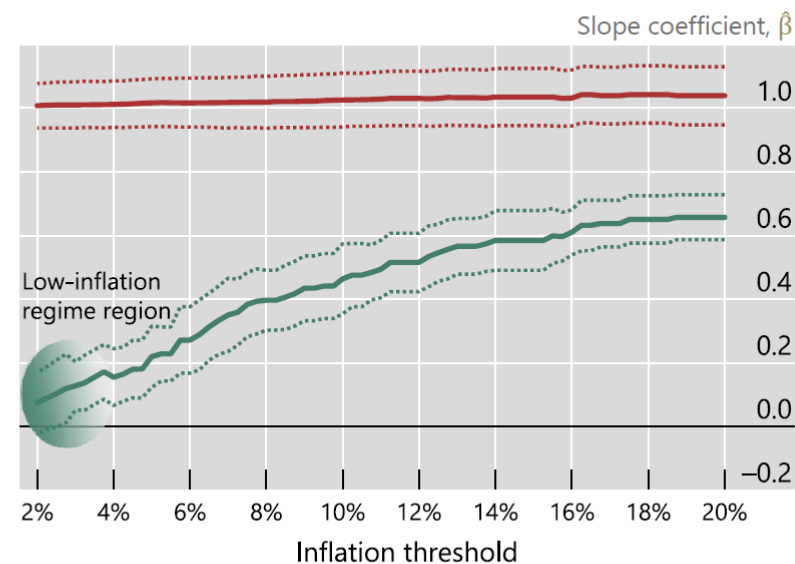
Inflation and money growth go hand in hand¹

Graph 15

A. Long-run relationship²



B. Long-run relationship conditional on the inflation regime³



Below / Above the specified inflation threshold:

— Estimate
 95% confidence interval

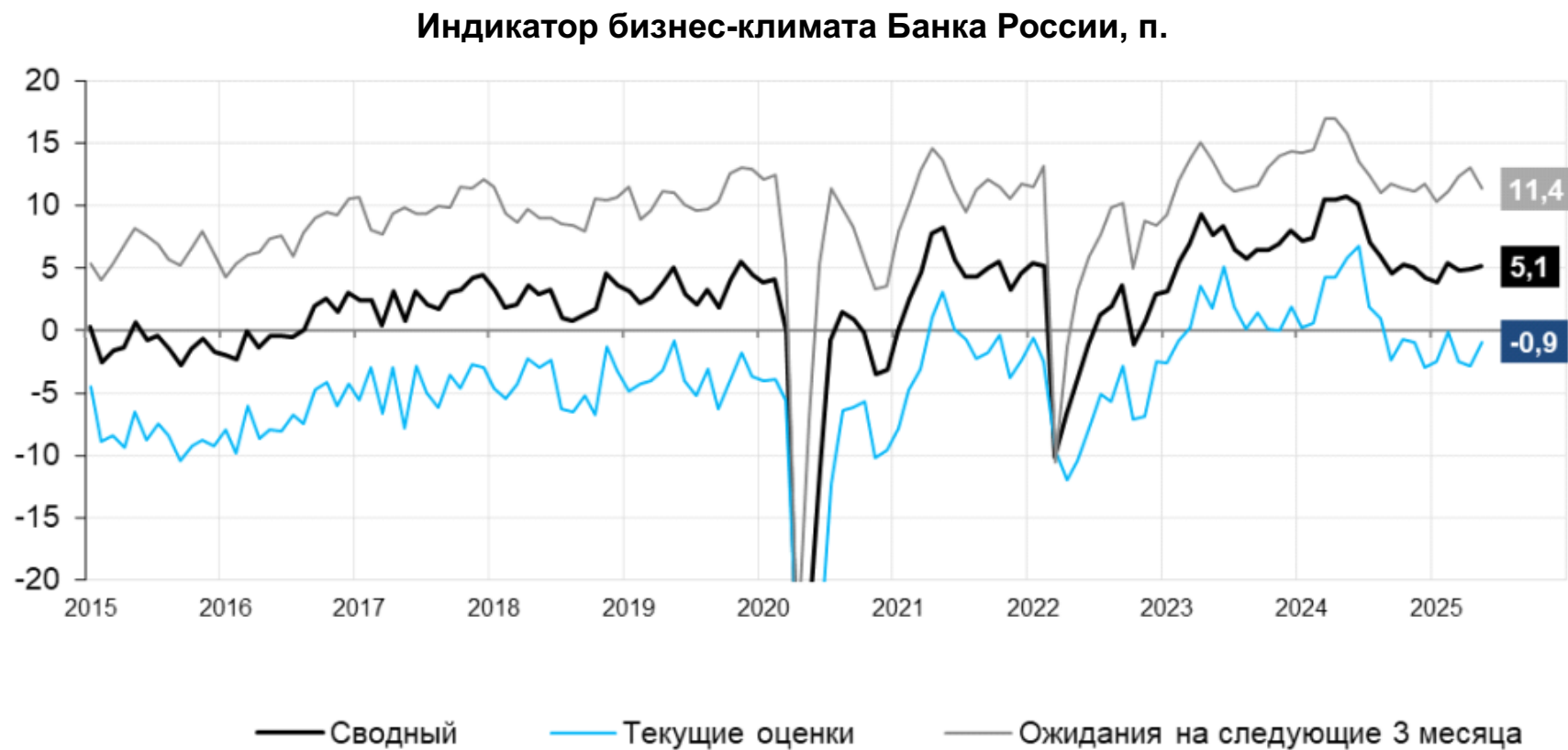


Банк России

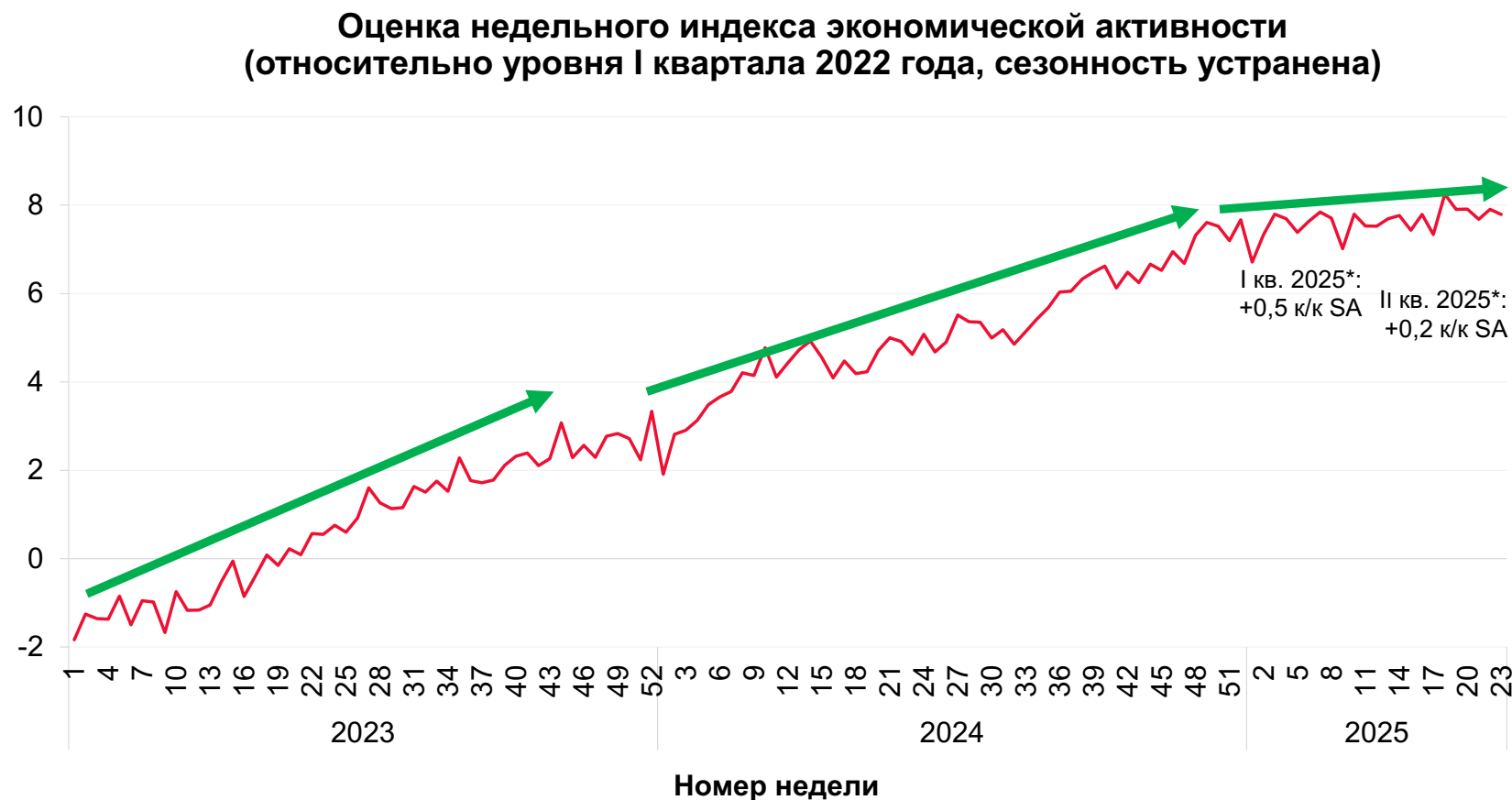
2.4

СПРОС И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ
АКТИВНОСТЬ

Индикатор бизнес-климата Банка России показывает стабильный рост активности последние 3 месяца

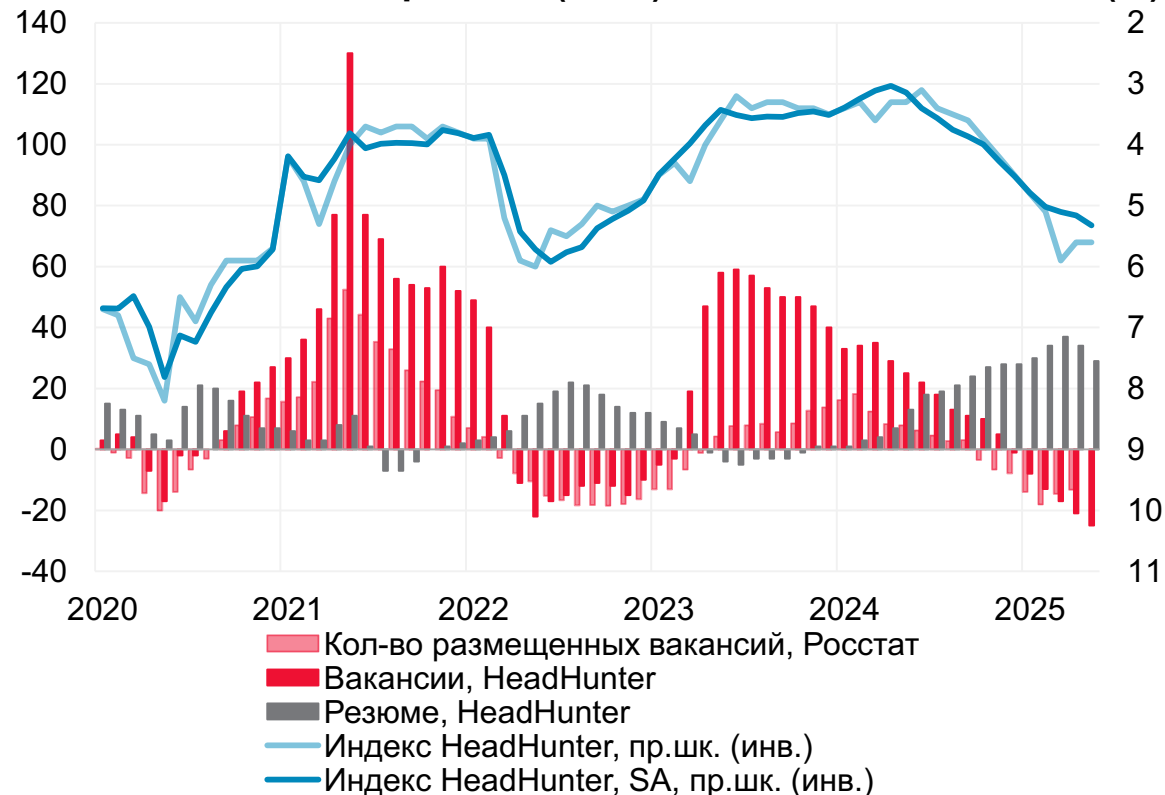


Рост экономической активности замедлился

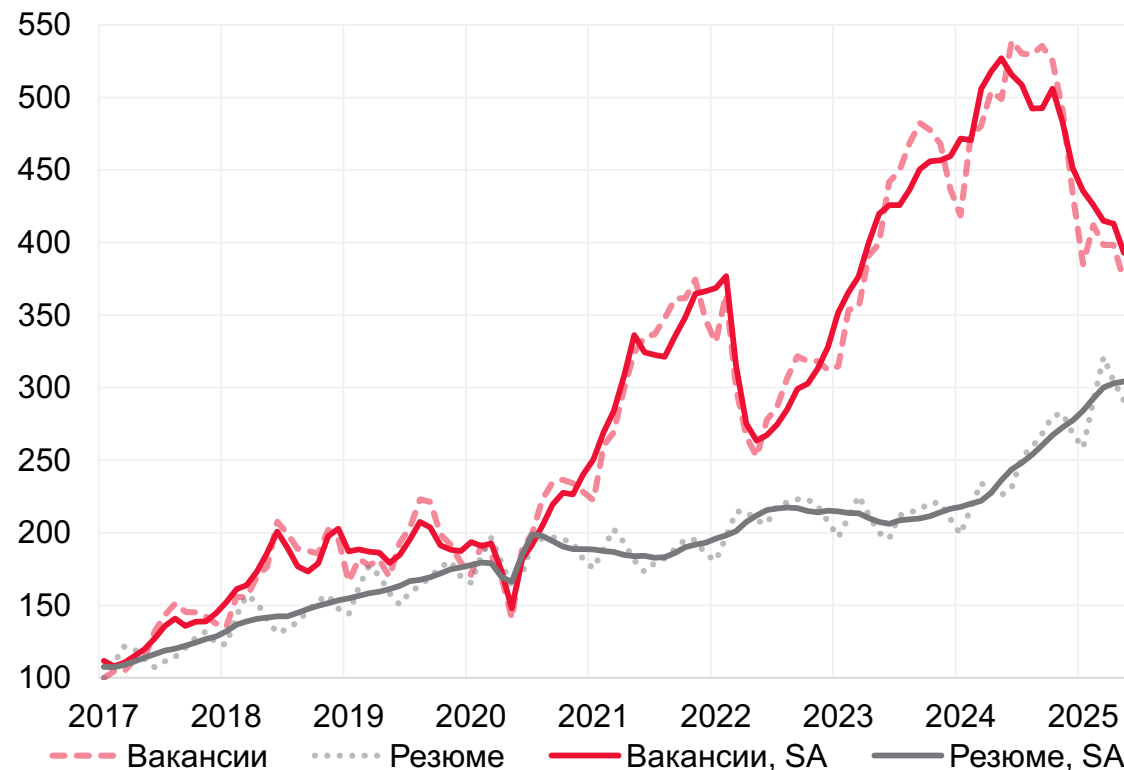


Жесткость на рынке труда постепенно ослабевает

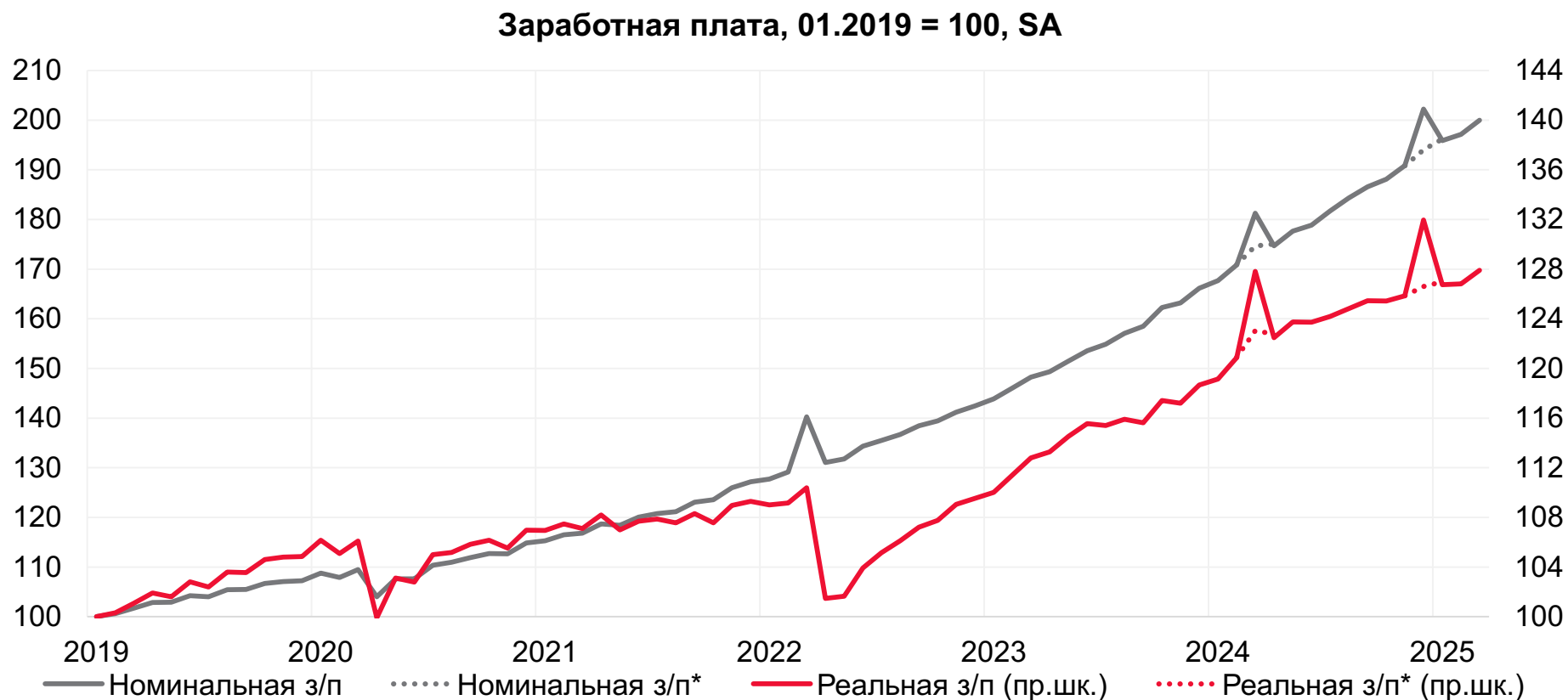
Динамика вакансий, резюме (% г/г) и индекса HeadHunter* (п.)



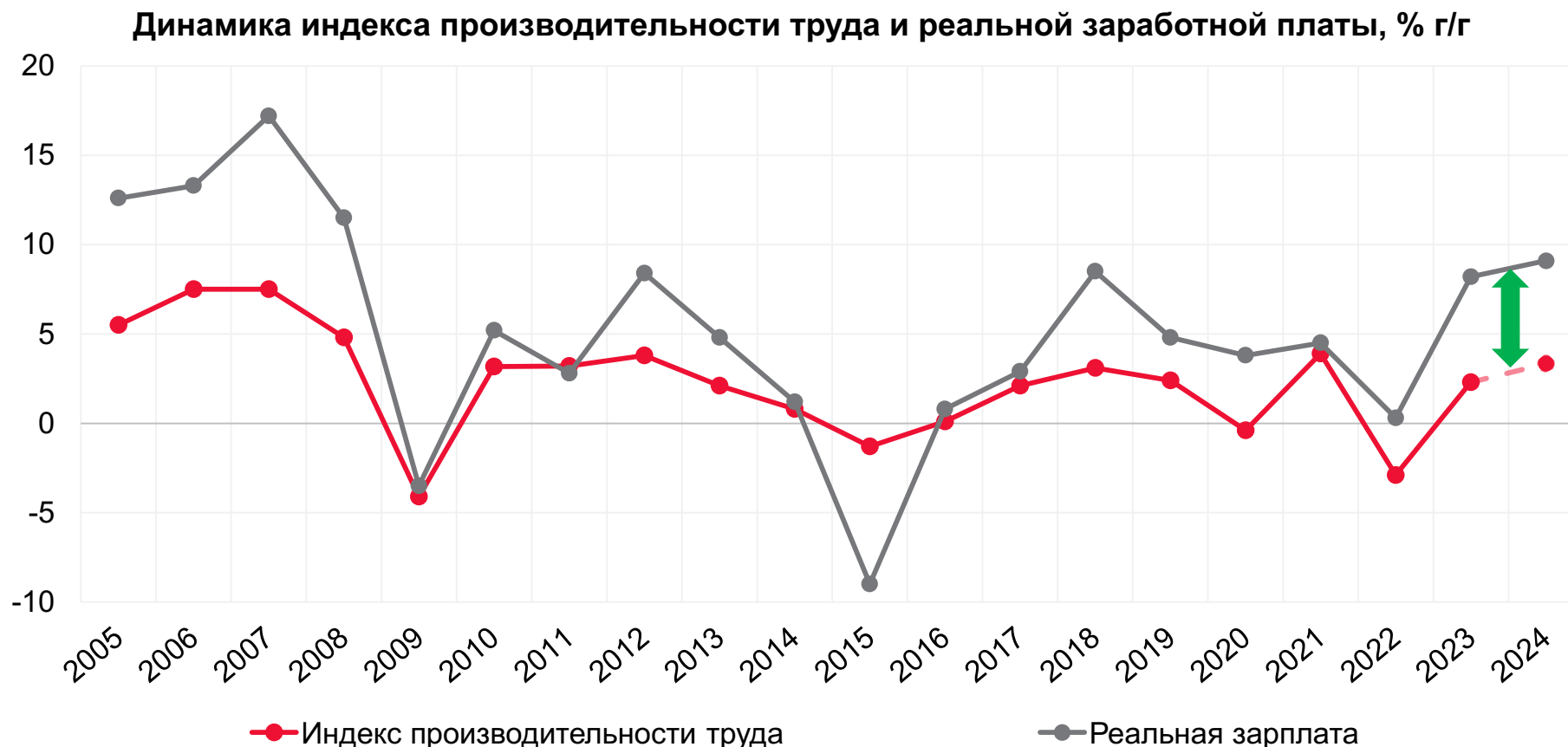
Индексы вакансий и резюме HeadHunter, 01.2017 = 100



В марте рост номинальных и реальных зарплат ускорился (до 1,4 и 0,9% м/м SA соответственно)



Темпы роста реальной зарплаты продолжают значительно превышать рост производительности труда



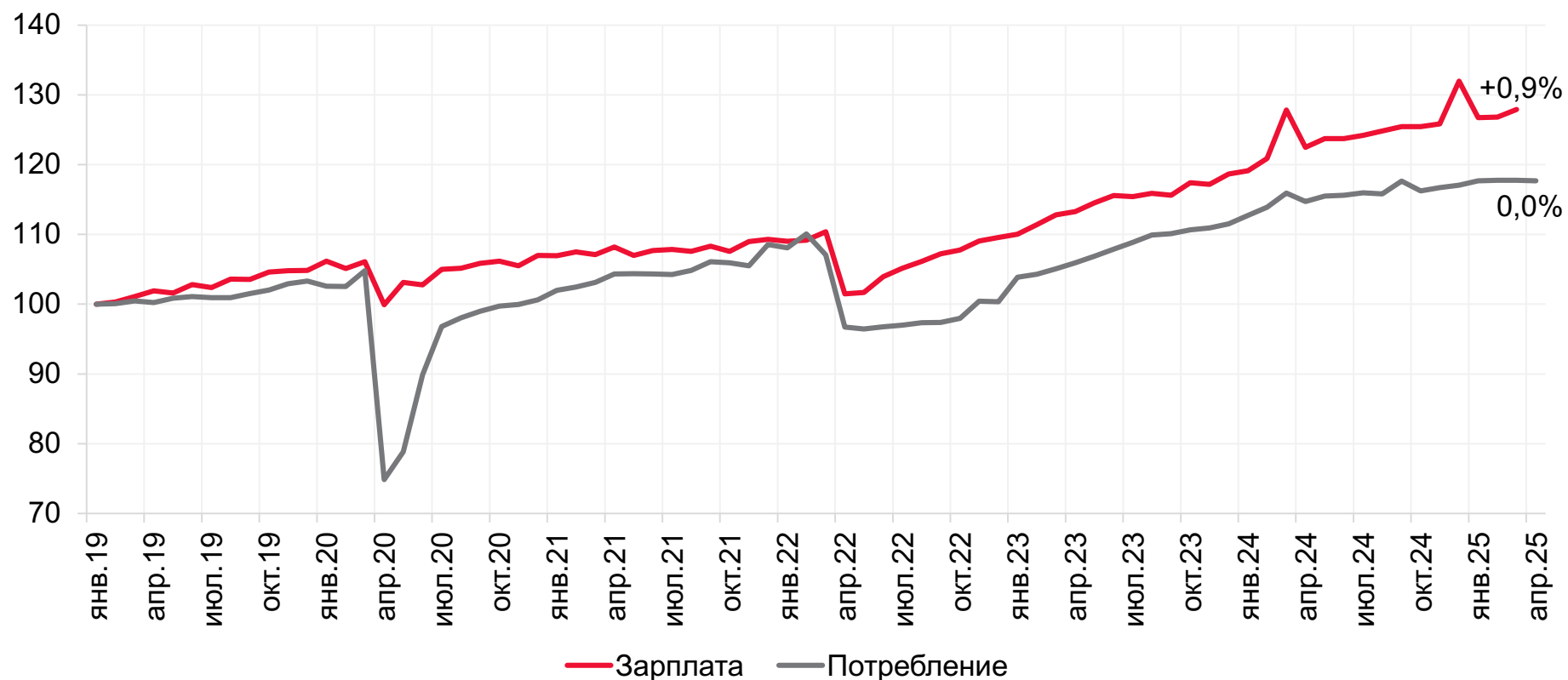
*За 2024 г. для индекса производительности труда приведена оценка на основе данных о ВВП, занятости и рабочем времени.

Последняя дата на графике: 2024 г.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Потребление растет медленнее, чем реальные зарплаты

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





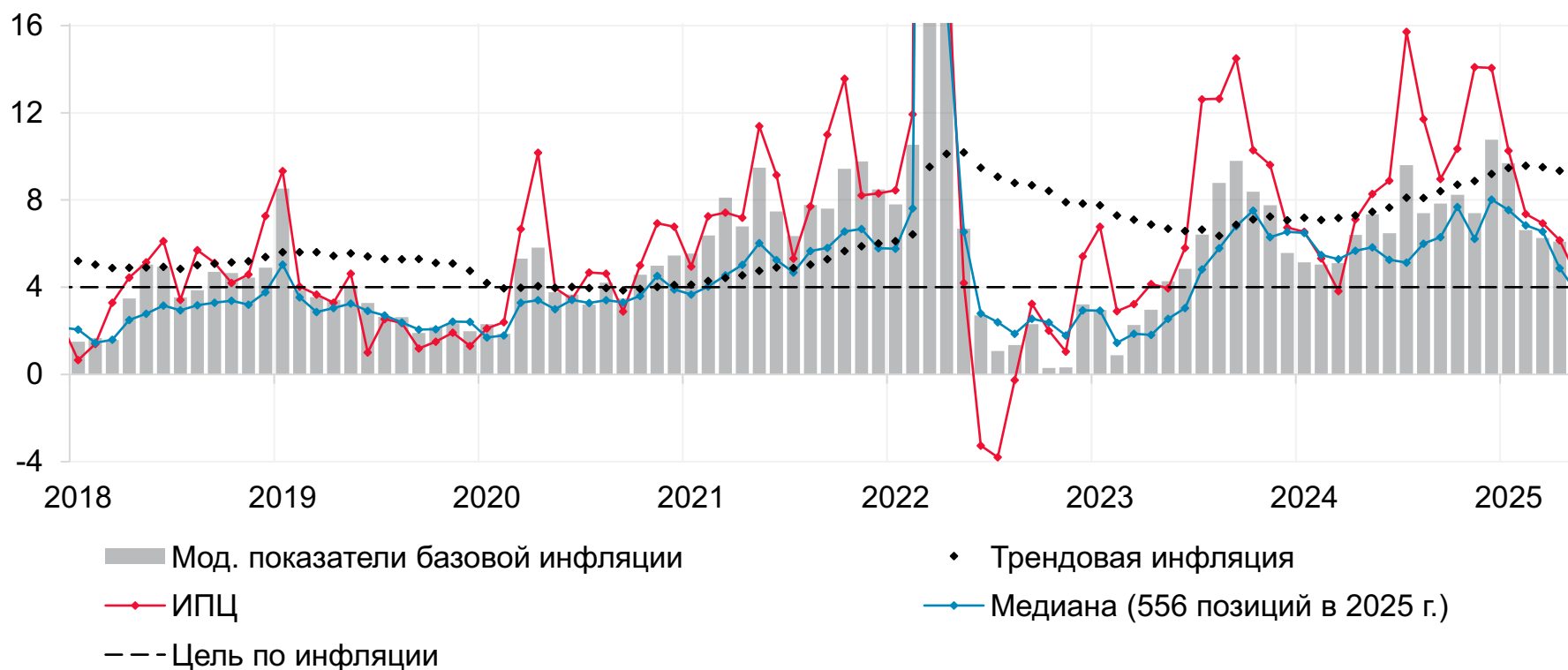
Банк России

2.5

ИНФЛЯЦИЯ

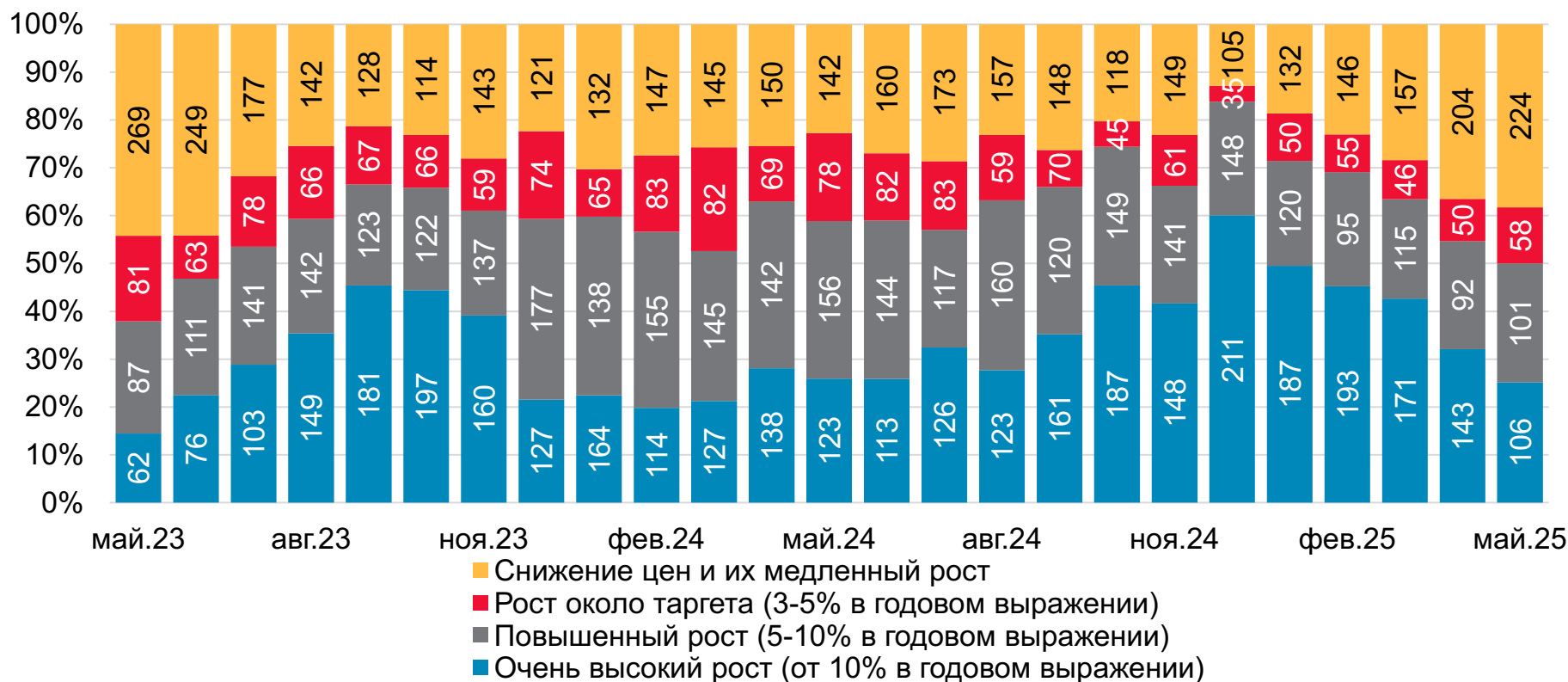
Показатели устойчивого роста цен снижаются с начала года

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

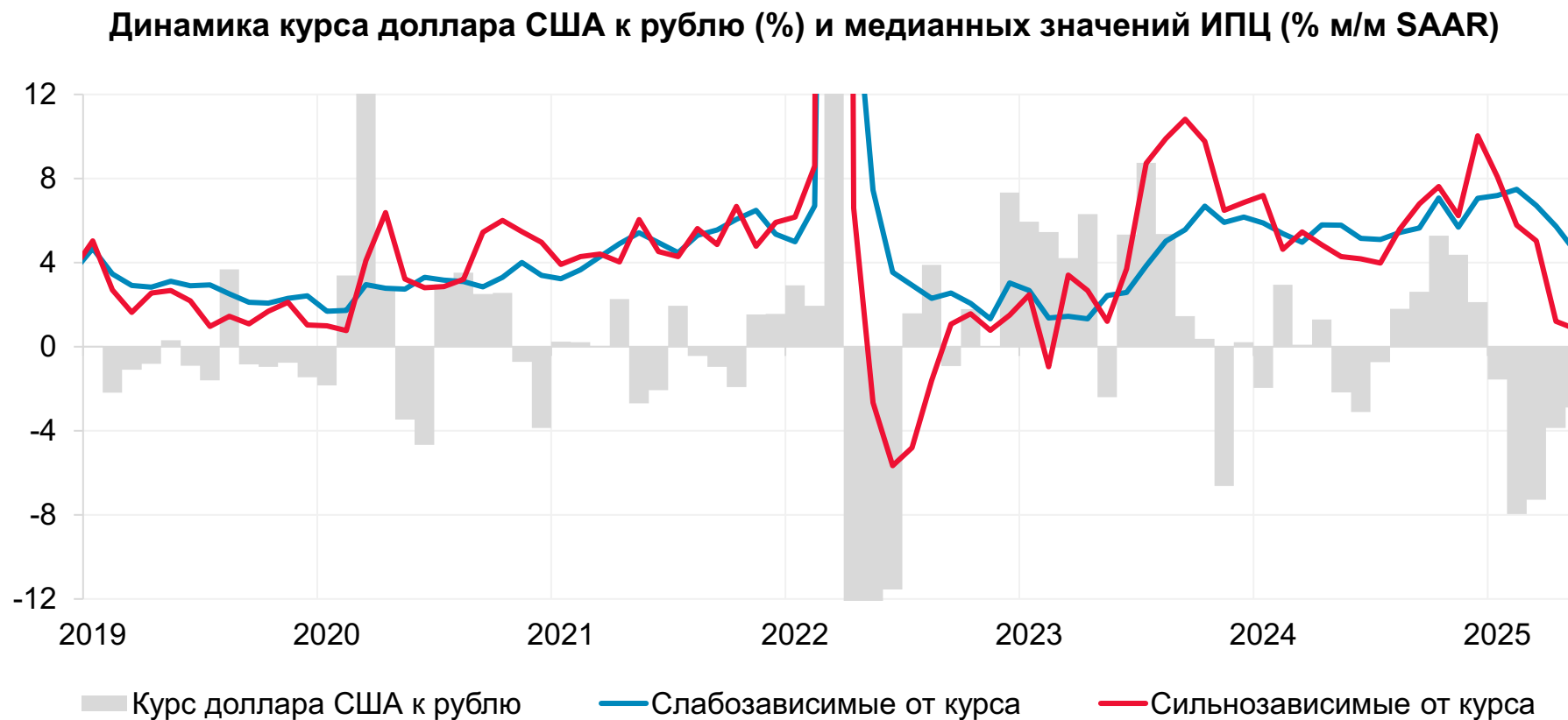


Суммарный вес ускоренно дорожающих позиций снижается с пика конца 2024

Суммарный вес товаров и услуг*, распределенный на основе сезонно сглаженного роста цен



Темпы роста цен на товары и услуги, сильно зависящие от курса, замедляются намного быстрее, чем менее зависящие от курса



Ценовые ожидания предприятий снижаются, но все еще остаются высокими



Проинфляционный вклад факторов спроса остается значительным



Повышение ключевой ставки запустило трансмиссионный механизм. После охлаждения спроса инфляция замедляется





Банк России

3

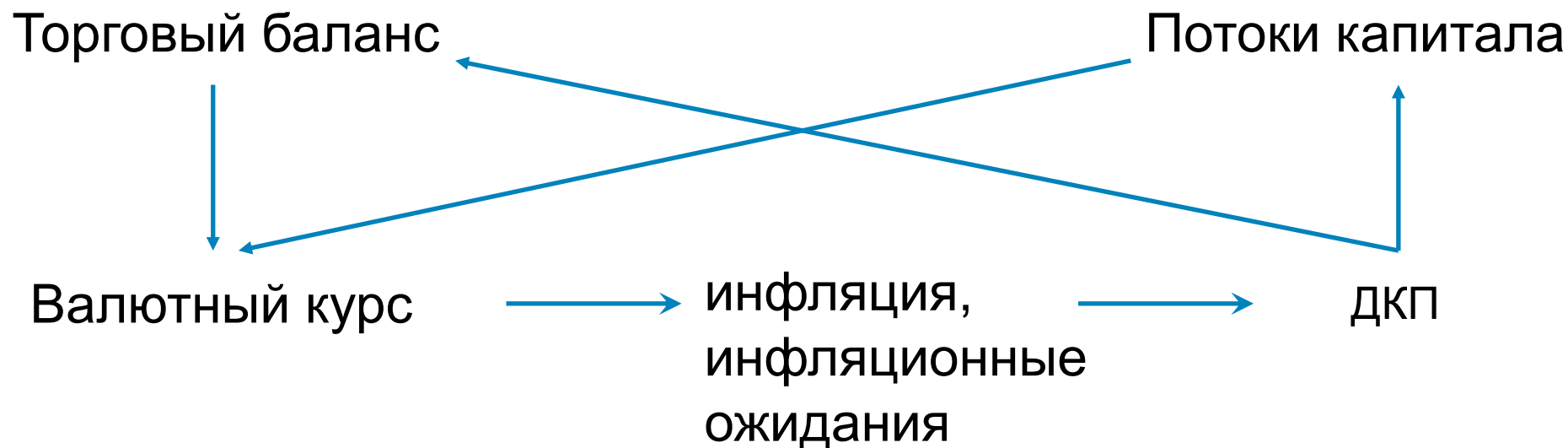
ВАЛЮТНЫЙ КАНАЛ НА ПРАКТИКЕ

Как денежно-кредитная политика влияет на экономику

Чтобы изменение ключевой ставки
в полной мере повлияло на инфляцию требуется
от 3 до 6 кварталов

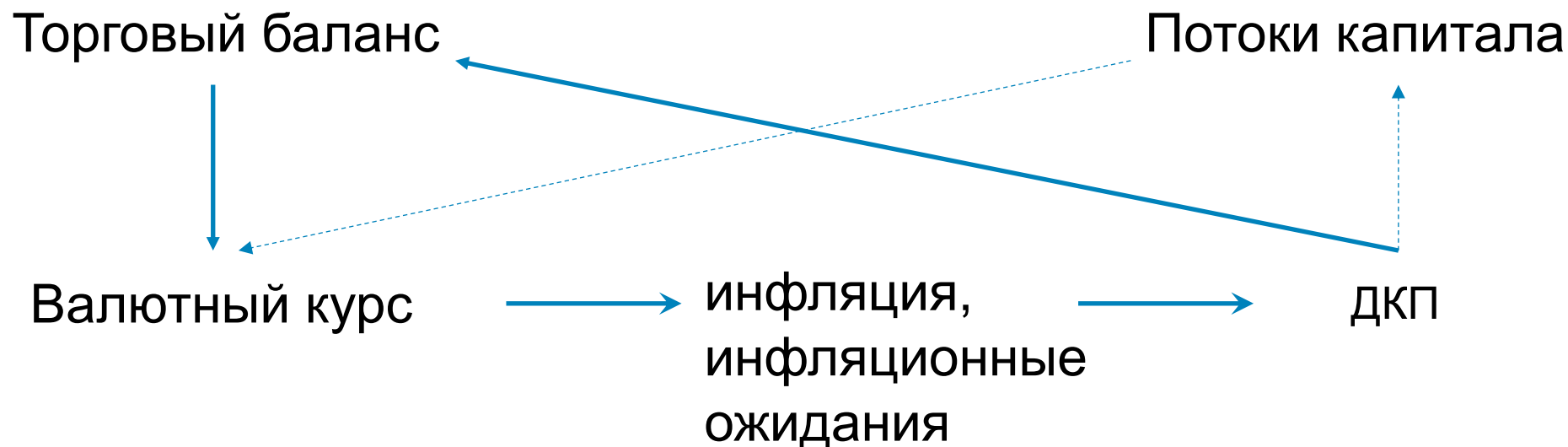


Связь ДКП и валютного курса до 2022 года



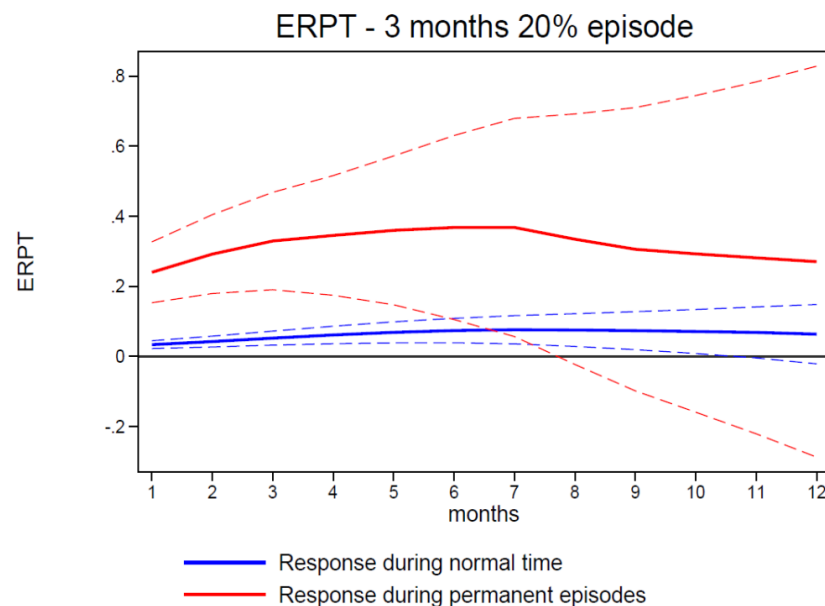
Связь ДКП и валютного курса после 2022 года.

В 2025 году признаки частичного восстановления некоторых каналов влияния на валютный курс



Эффект переноса валютного курса в цены (ERPT): нелинейность

ERPT выше при перманентном изменении уровня валютного курса

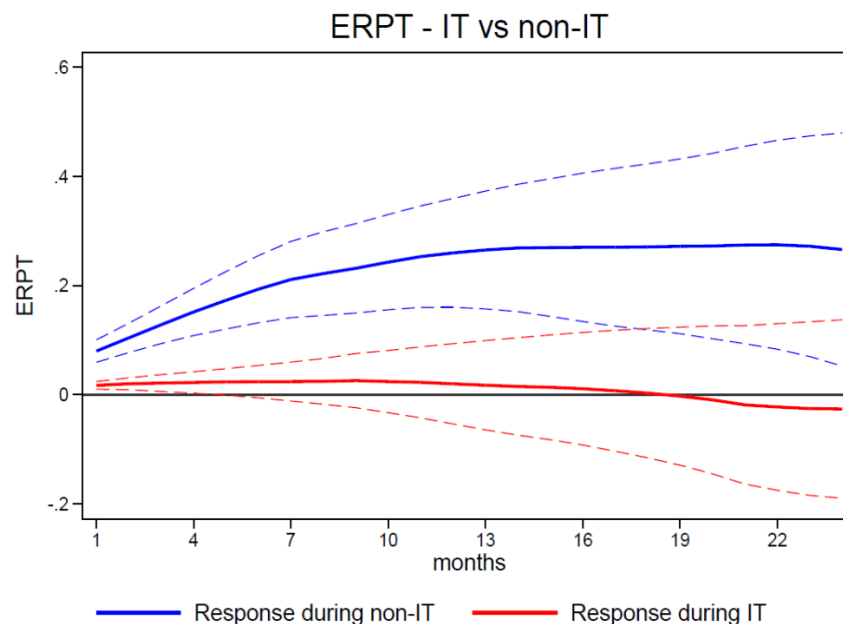


Источник: Caselli, F. G., & Roitman, A. (2019)

Примечание: Панельные данные, 28 развивающихся стран с 1991 года. По оси X – месяцы после изменения курса. Красным – ERPT в эпизоды, когда происходило изменение курса более, чем на 20% в терминах «год к году» последовательно не менее 3-х месяцев. Синим – ERPT в прочие эпизоды

Эффект переноса валютного курса в цены (ERPT): в странах ИТ ниже

ERPT ниже в странах ИТ

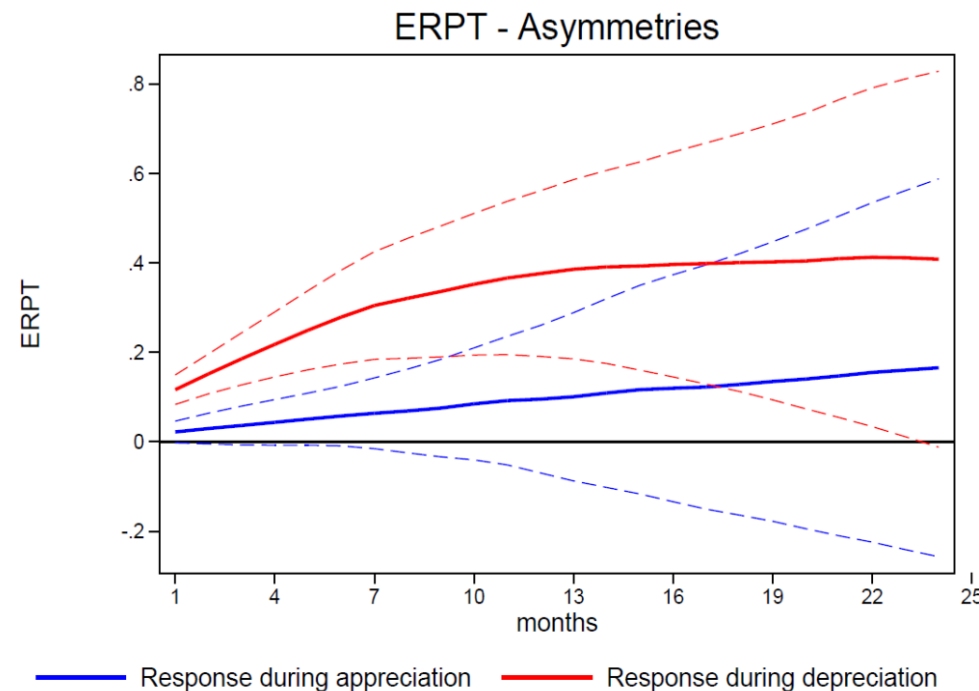


Источник: Caselli, F. G., & Roitman, A. (2019)

Примечание: Панельные данные, 28 развивающихся стран с 1991 года. По оси X – месяцы после изменения курса. Красным – ERPT в эпизоды любого (по величине) изменения курса (ослабление или укрепление) в странах в период действия в них ТИ. Синим – ERPT в эпизоды действия ТИ

Асимметричность эффекта переноса валютного курса в цены (ERPT)

Асимметрия переноса: перенос при ослаблении сильнее, чем при укреплении курса



Источник: Caselli, F. G., & Roitman, A. (2019)

Примечание: Панельные данные, 28 развивающихся стран с 1991 года. По оси X – месяцы после изменения курса. Красным – эпизоды ослабления курса в терминах гг на любую величину. Синим – эпизоды укрепления курса в терминах гг на любую величину.



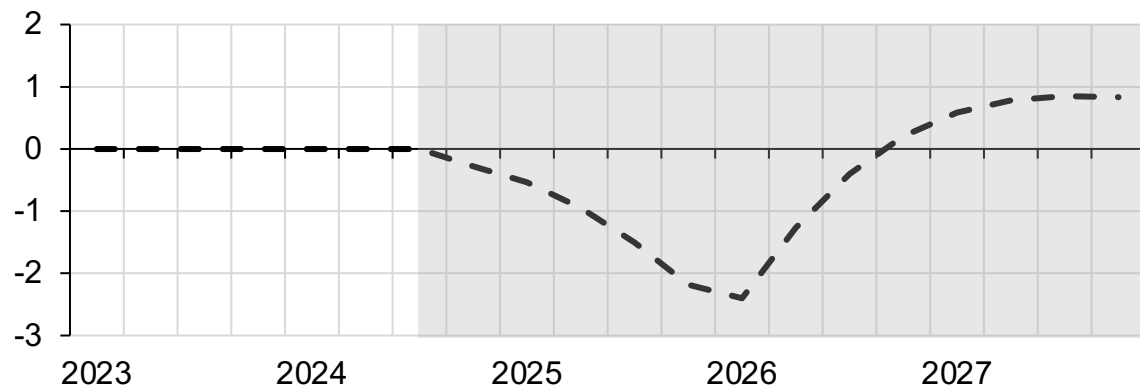
Банк России

4

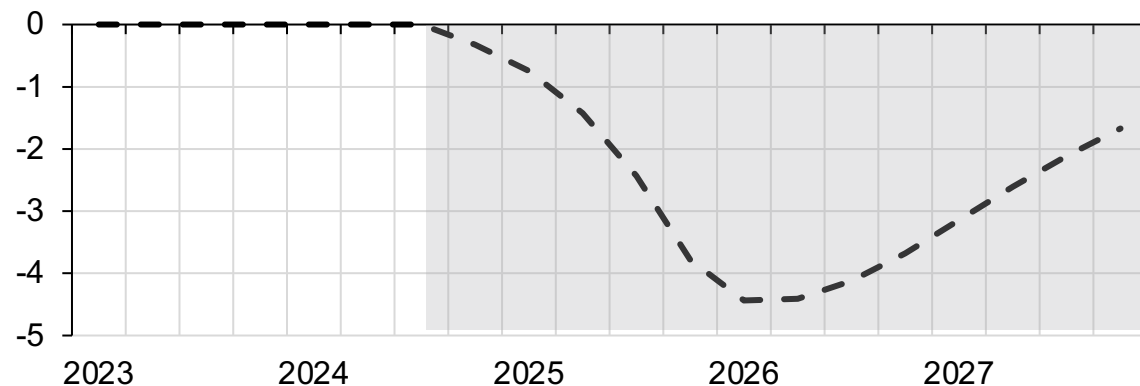
АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИОННЫХ РИСКОВ:
СЦЕНАРНЫЕ МОДЕЛЬНЫЕ
РАСЧЕТЫ

Сценарий 2024 г. по инфляции 4% в 2025 году

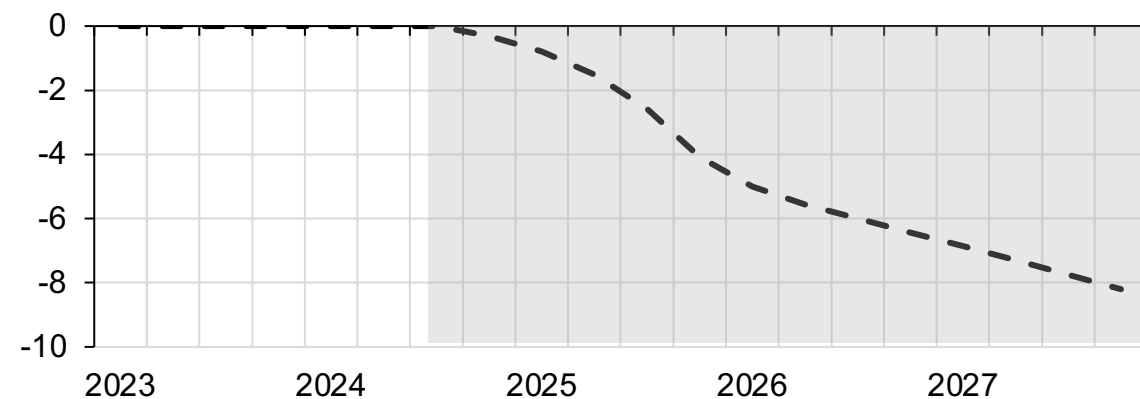
Отклонение разрыва выпуска от значения в базовом сценарии, п.п.



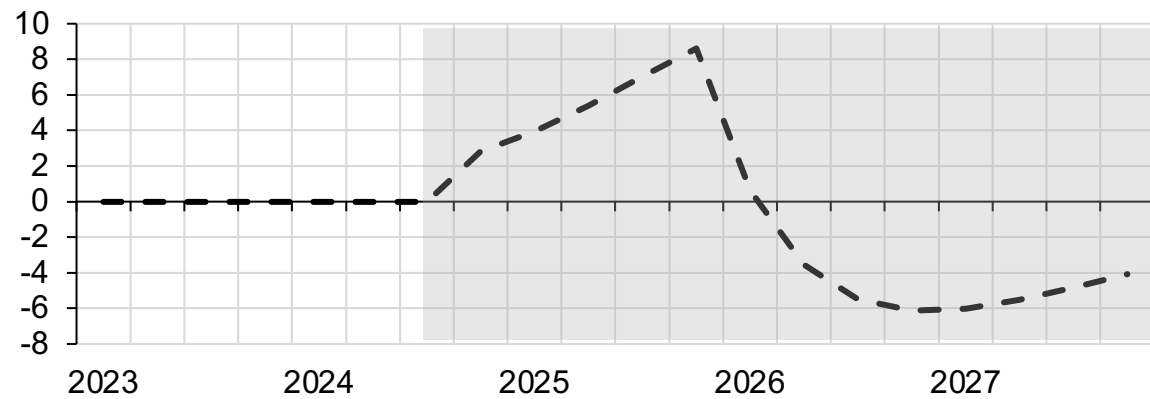
Отклонение инфляции от значения в базовом сценарии, QoQ SAAR, %



Отклонение обменного курса от значения в базовом сценарии, руб./долл. США



Отклонение RUONIA от значения в базовом сценарии, % годовых, ср. за квартал



Почему ДКП важно заякоривать инфляционные ожидания

$$\pi_t = \pi_t^e + \gamma(y_t - \bar{y}_t) + v_t \quad \gamma > 0$$

При заякоренных ожиданиях:

$$\pi_t = \pi^e + \gamma(y_t - \bar{y}_t) + v_t \quad \longrightarrow \quad \gamma(y_t - \bar{y}_t) = -v_t$$

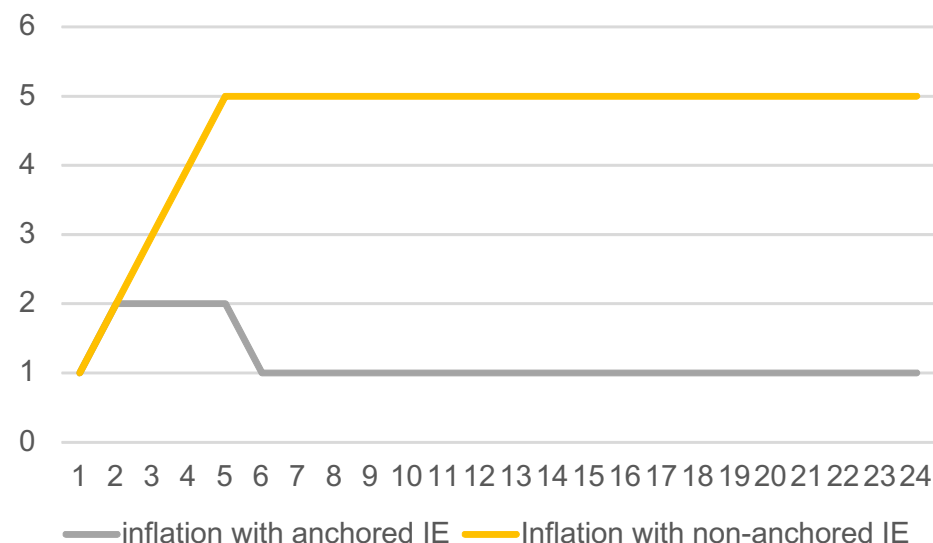
Прекращение действия шока $v_t = 0$ возвращает инфляцию к таргету $\bar{\pi}$ при нулевом разрыве выпуска $y_t - \bar{y}_t = 0$

При незаякоренных ожиданиях:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \gamma(y_t - \bar{y}_t) + v_t \quad \longrightarrow \quad \Delta\pi_t = \gamma(y_t - \bar{y}_t) + v_t$$

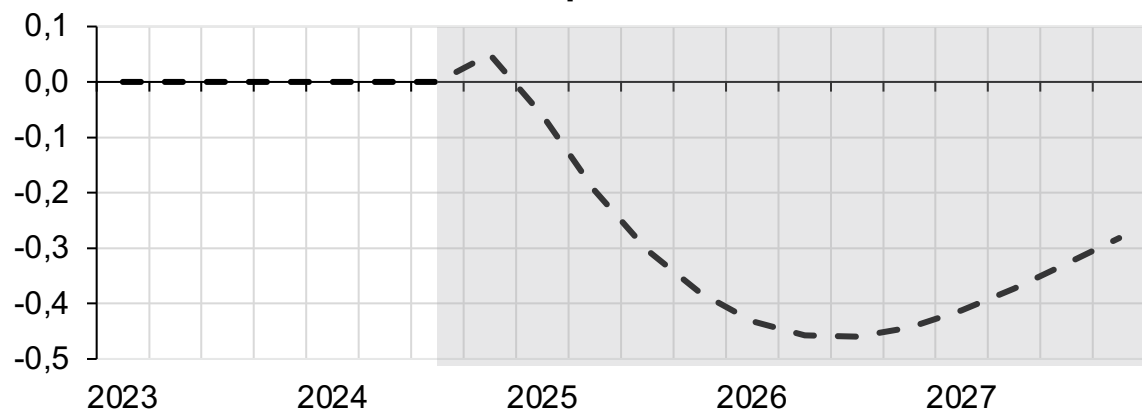
Прекращение действия шока $v_t = 0$, останавливает рост инфляции $\Delta\pi_t = 0$, но инфляция остается выше цели $\pi_t > \bar{\pi}$. Дезинфляция требует отрицательного разрыва выпуска $y_t - \bar{y}_t < 0$, чтобы снизить инфляцию - сделать $\Delta\pi_t < 0$

Рост цен за квартал в условиях cost-push шока размером 1пп в течение 4 кварталов, %

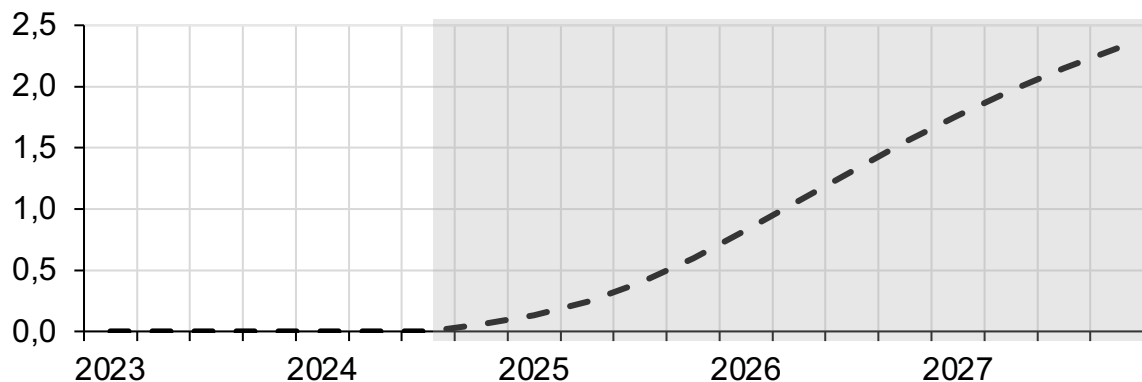


Сценарий 2024 г. с повышенной (80%) долей инерционных агентов

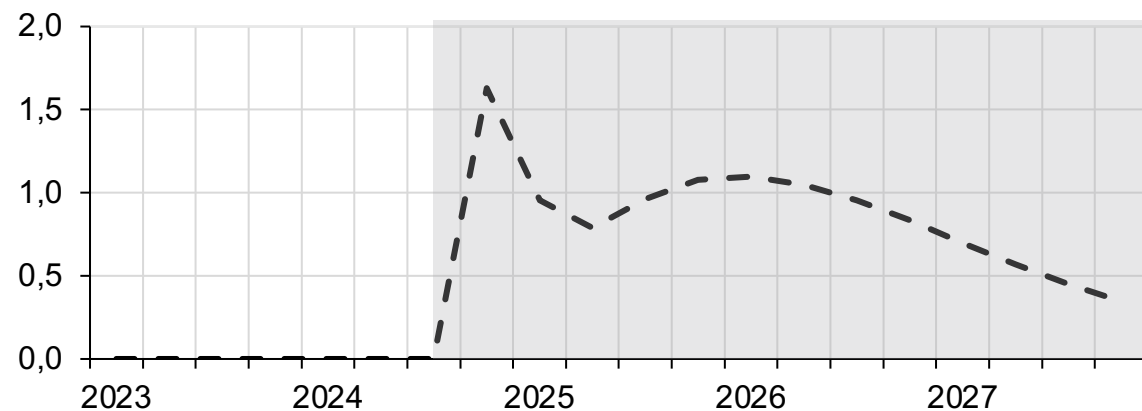
Отклонение разрыва выпуска от значения в базовом сценарии, п.п.



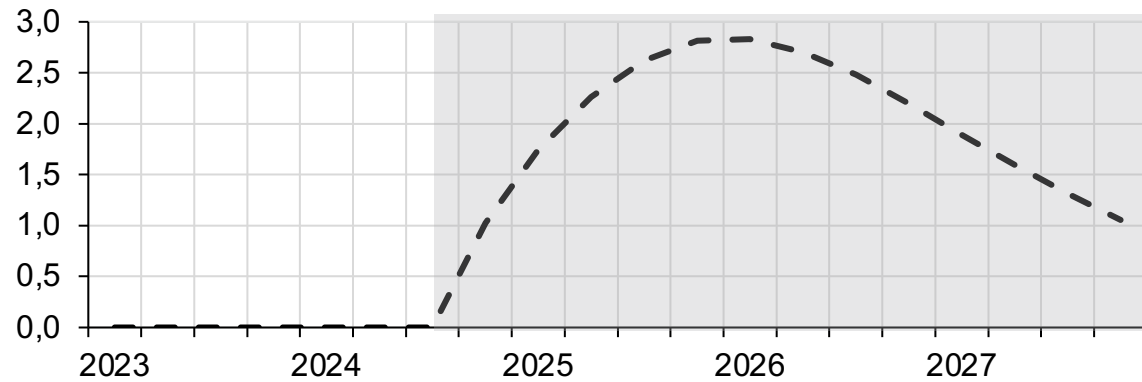
Отклонение обменного курса от значения в базовом сценарии, руб./долл. США



Отклонение инфляции от значения в базовом сценарии, QoQ SAAR, %



Отклонение RUONIA от значения в базовом сценарии, % годовых, ср. за квартал





Банк России

6

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ МАТЕРИАЛЫ

См. последние
тренды:



Учебный курс «Как работают центральные банки: искусство обеспечения ценовой и финансовой стабильности»

Задача курса – расширить знания слушателей о работе денежных рынков и роли центрального банка, сформировать представление о ДКП и макропруденциальном регулировании

Параметры курса

- Курс размещен на **учебном портале Банка России Finclass.info** (необходима регистрация)
- **27 лекций** в курсе
- **20 минут** – средняя продолжительность каждой лекции
- **Дополнительные материалы**
- **Возможность получить сертификат**

Спикеры курса

- **Алексей Заботкин**, заместитель Председателя Банка России
- **Ксения Юдаева**, исполнительный директор МВФ от России, с 2013 по 2024 – первый заместитель Председателя Банка России
- **Елизавета Данилова**, директор Департамента финансовой стабильности
- **Александр Морозов**, директор Департамента исследований и прогнозирования
- **Кирилл Тремасов**, советник Председателя Банка России
- **Малика Мусаева**, советник экономического Департамента финансовой стабильности



QR-код
на страницу
курса