



Банк России

РИСК-ОРИЕНТИРОВАННЫЙ ПОДХОД К ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

ДМИТРИЙ КОРШУНОВ

ДЕПАРТАМЕНТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

*Содержание настоящей презентации отражает личную позицию автора
и необязательно совпадает с официальной позицией Банка России*

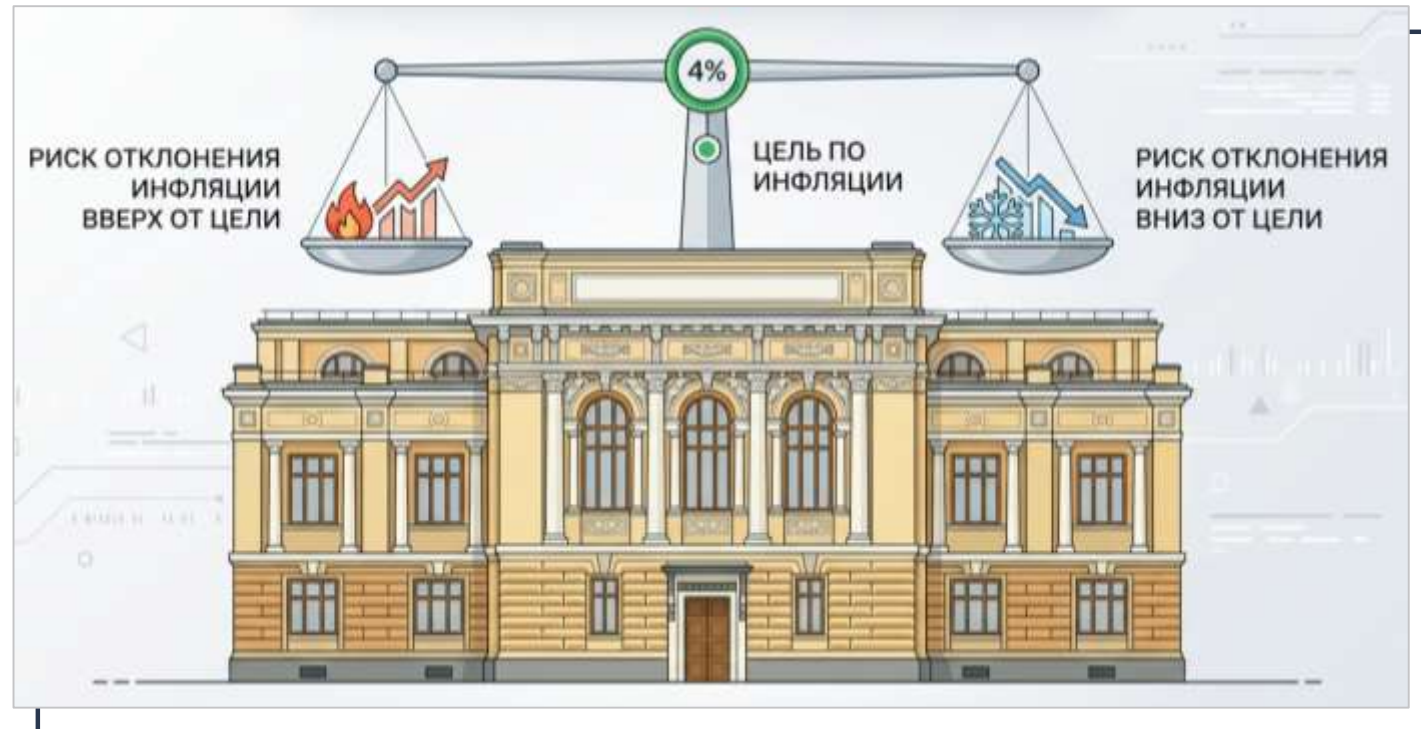


Денежно-кредитная политика как управление рисками

Работа регулятора – это упражнение не по прогнозированию, а по управлению рисками

Любой регулятор придает большее значение рискам, чем средний экономический агент – это необходимое условие эффективной политики.

Кажущееся избыточным неприятие риска на деле является более консервативным управлением долгосрочными рисками.



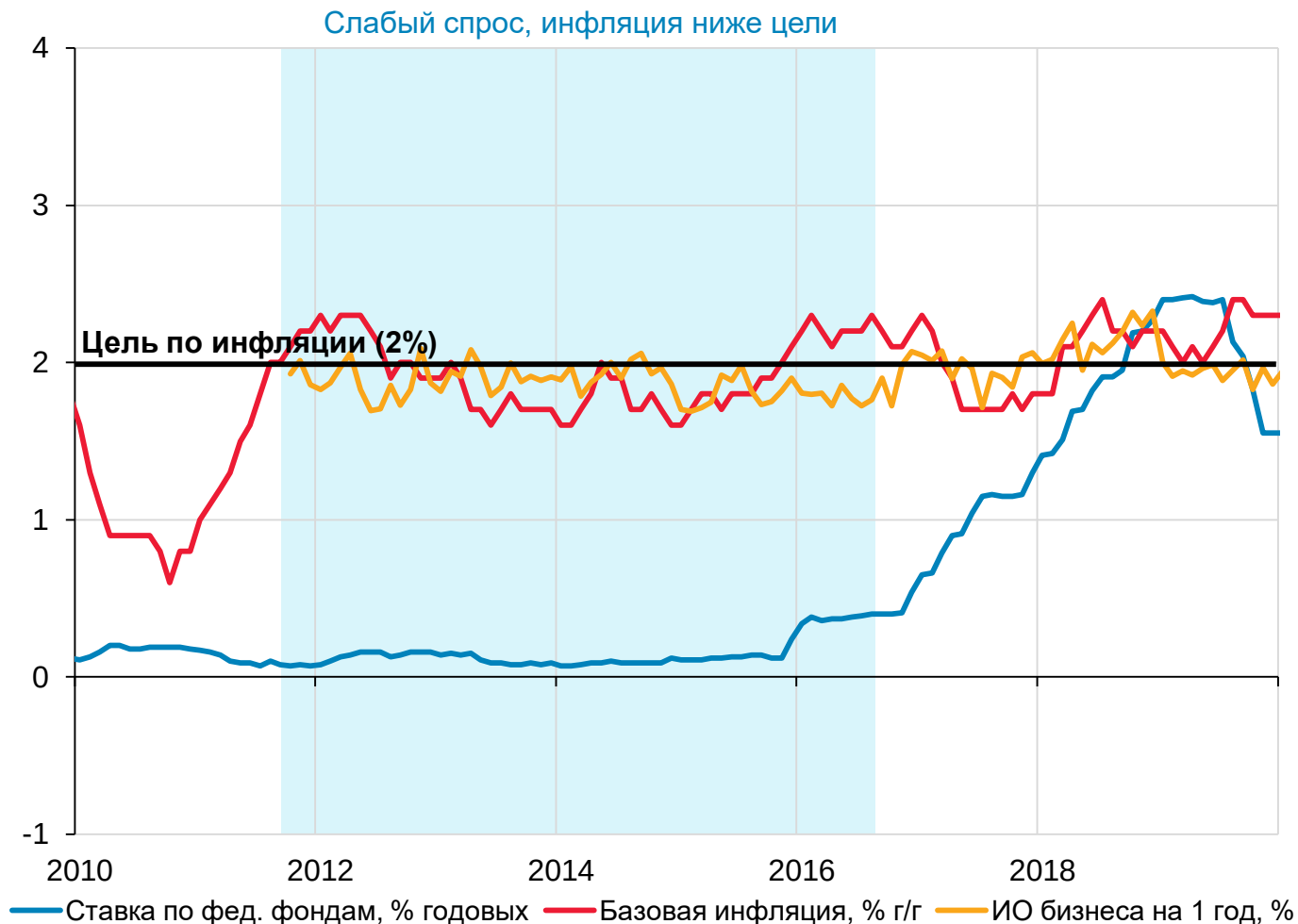
В денежно-кредитной политике риски могут быть смещены вниз...

Опыт США в 2010-ых

Издержки преждевременного ужесточения ДКП превышали издержки промедления с ужесточением.

Если инфляция отклонилась бы вверх от цели, у ФРС было много пространства для ужесточения ДКП.

В обратном же случае **возможности стимулировать спрос были очень ограничены** – ставка уже была вблизи 0%.



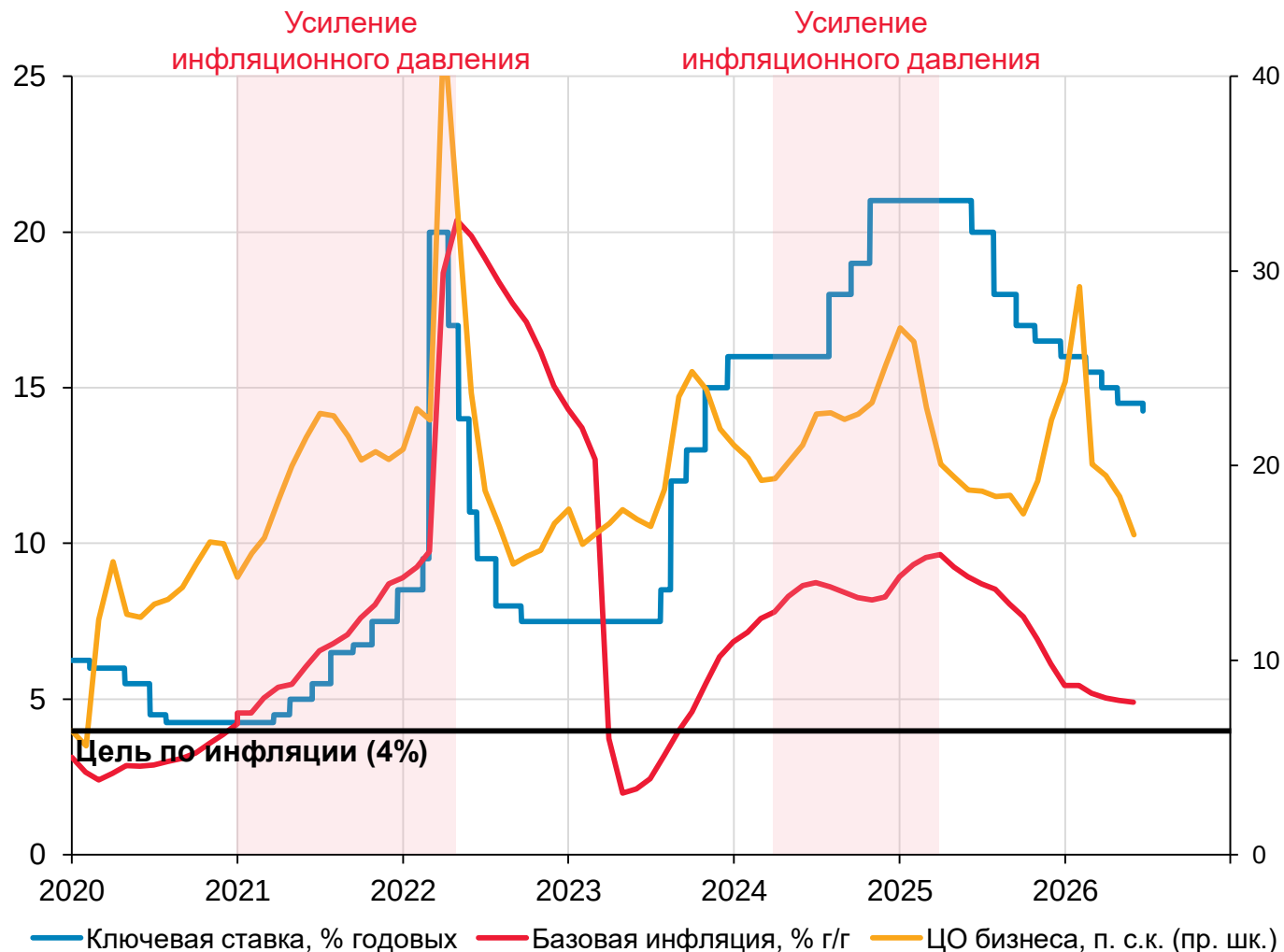
...а могут быть и вверх

Опыт России в 2021–2025

Издержки промедления с ужесточением ДКП в ответ на рост проинфляционных рисков были опаснее.

Когда инфляционные ожидания высокие и инерционные, возвращение инфляции к цели **требует более продолжительной жесткой ДКП**.

Если бы инфляция и инфляционные ожидания снижались быстрее прогноза, у ЦБ было бы достаточно пространства для смягчения ДКП.





Банк России

I. ИСТОЧНИКИ И СПОСОБЫ РАБОТЫ С НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬЮ В ДКП

Источники неопределенности при проведении ДКП

Данные

- Лаги выхода статистики
- Ретроспективный пересмотр данных
- Лаги отслеживания новой сезонности

Ненаблюдаемые переменные

- Большой разброс оценок и ретроспективный пересмотр разрыва выпуска, естественной безработицы, нейтральной ставки
- Зашумленность в периоды структурных изменений в экономике

Модельный аппарат

- Отсутствие микрообоснованности в неструктурных моделях
- Трудоемкость структурных моделей
- Лаги учета структурных изменений

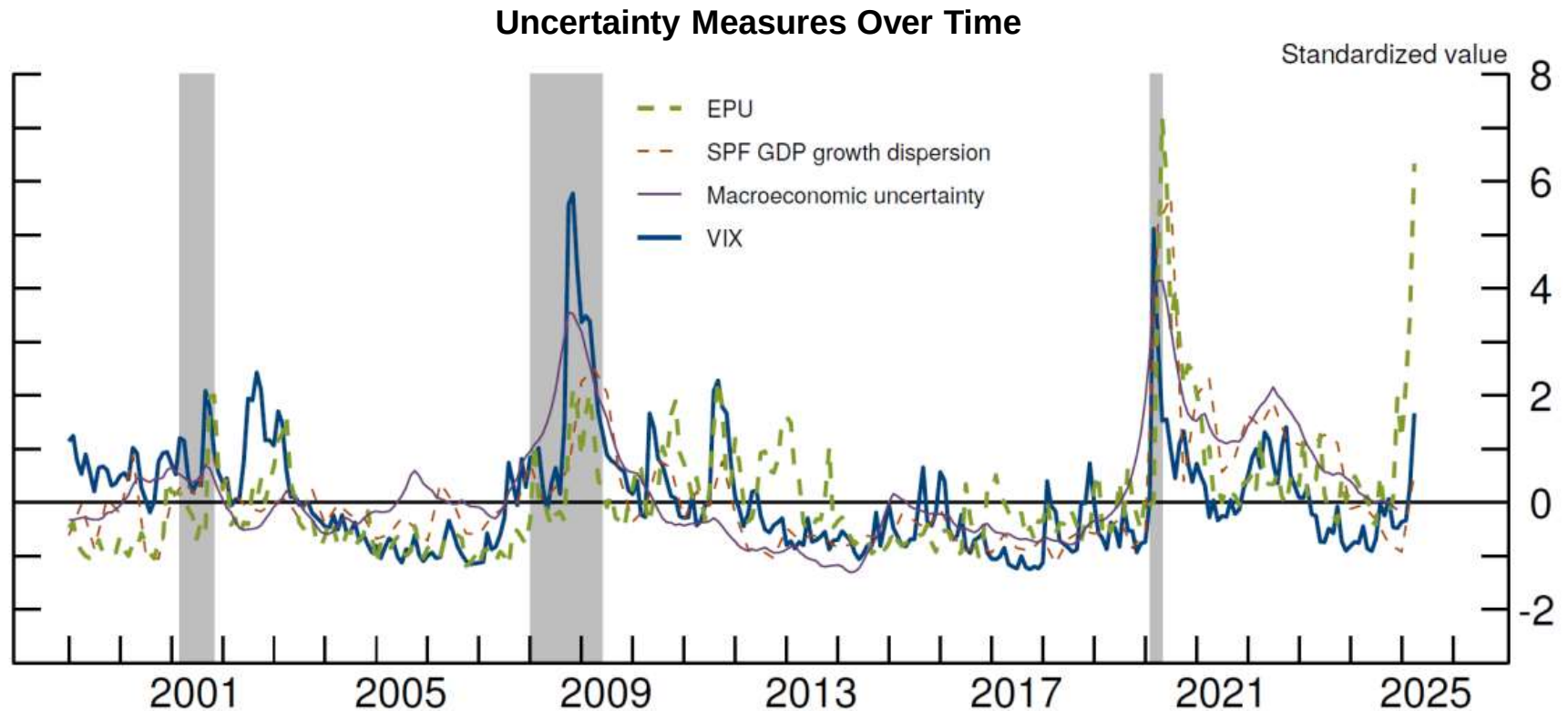
Предпосылки прогноза

- Субъективность предпосылок, закладываемых в модели
- Примеры: равновесная цена нефти, страновая премия за риск, степень адаптивности инфляционных ожиданий

Способы измерения неопределенности

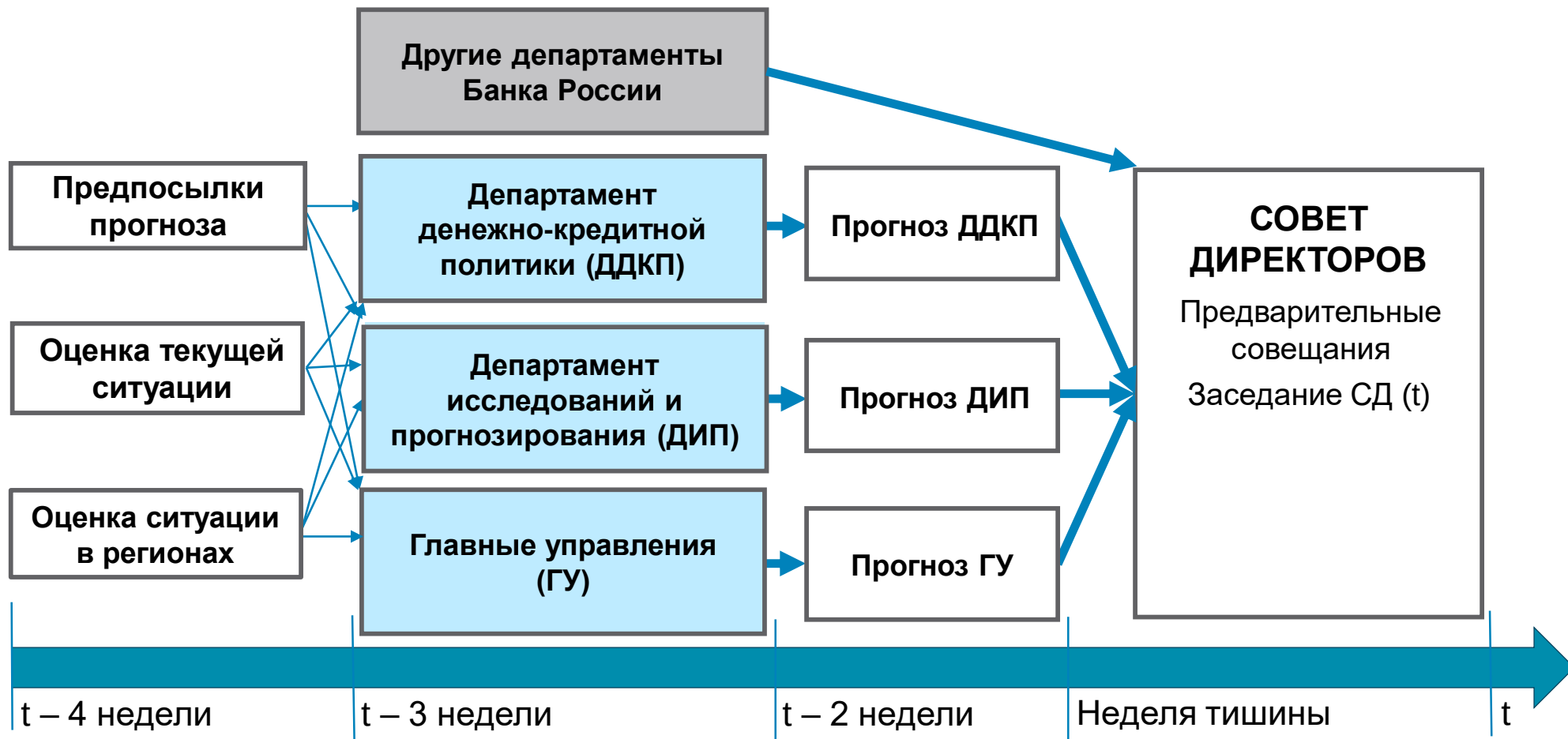
	Распространенные способы измерения	Частота обновления	Преимущества	Недостатки
Финансовые рынки	Волатильность, премия за риск, неопределенность ожиданий в части решений по ДКП и инфляции, асимметрия кривой доходностей	Непрерывно / ежедневно	+ Высокочастотные данные + Впередсмотрящие индикаторы + Отражают рыночное ценообразование рисков	- Шум от премии за риск и ликвидность затрудняет интерпретацию
Опросы	Опросы бизнеса, потребителей и финансового рынка, прогнозы аналитиков	Ежемесячно / ежеквартально	+ Прямые оценки экономической ситуации и степени неопределенности в будущем различными экономическими агентами	- Обновляются реже других индикаторов - Респонденты могут не обдумывать свои ответы достаточно тщательно
Текстовый анализ	Неопределенность экономической и торговой политики, ситуации в мировой экономике	Ежедневно / ежемесячно	+ Своевременная оценка неопределенности факторов, которые сложно измерить традиционными метриками	- Сложность вероятностной и количественной интерпретации - Чувствительность к изменениям в источниках
Статистические модели	Неопределенность в сфере макроэкономики, финансового и реального сектора	Ежемесячно / ежеквартально	+ Основаны на эконометрической теории и больших выборках + Может отражать неопределенность в части конкретной переменной	- Ограничены особенностями модели - Могут плохо учитывать новые риски и резкие изменения степени неопределенности

Способы измерения неопределенности



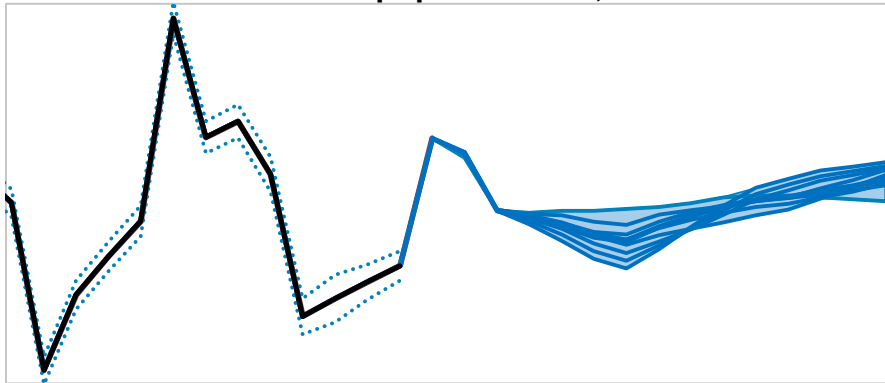
Note: All measures are standardized to zero mean and unit standard deviation. Economic policy uncertainty (EPU) and the VIX are at the monthly frequency, running through April 2025. Macroeconomic uncertainty from Jurado, Ludvigson, and Ng (2015) is also monthly and is updated through December 2024. Survey of Professional Forecasters GDP growth dispersion is at the quarterly frequency through 2025:Q2. Shaded areas are recessions as defined by the National Bureau of Economic Research.

Объединенный прогнозный раунд (ОПР) в Банке России

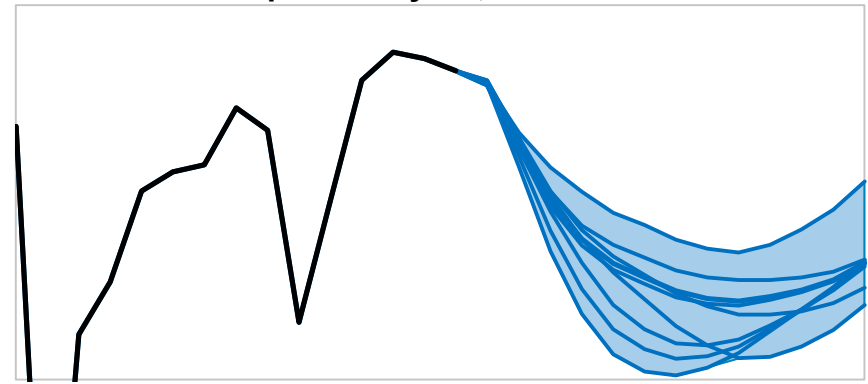


Расчет вариаций прогноза повышает робастность проводимой ДКП

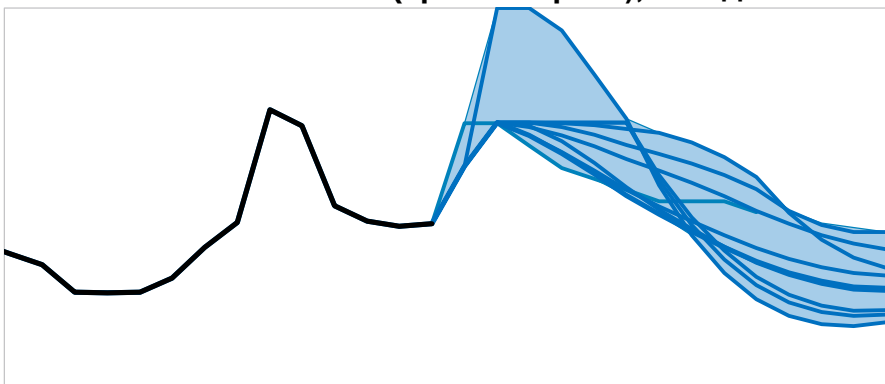
Темпы прироста ВВП*, % г/г



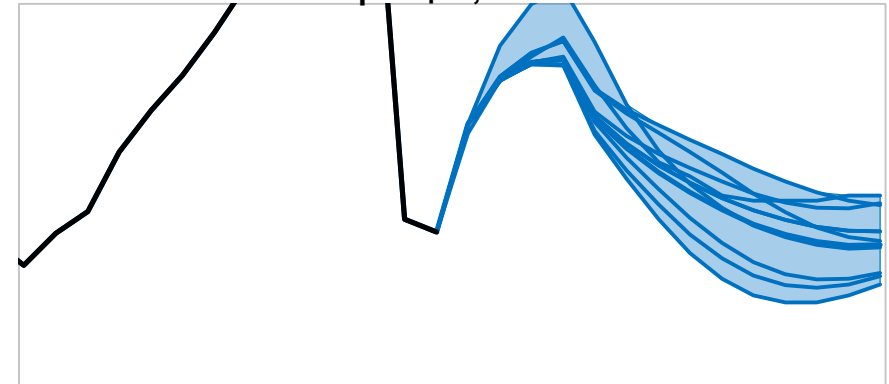
Разрыв выпуска, % от потенц.



Ставка RUONIA (ср. за квартал), % годовых



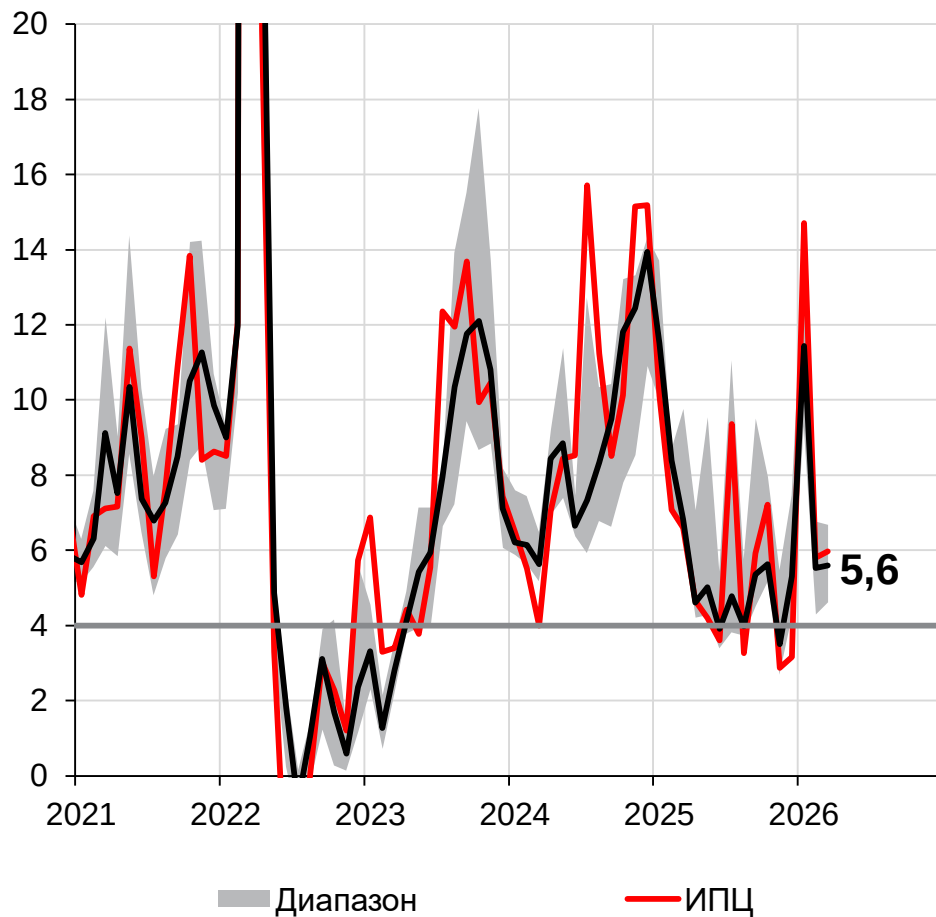
Инфляция, % г/г



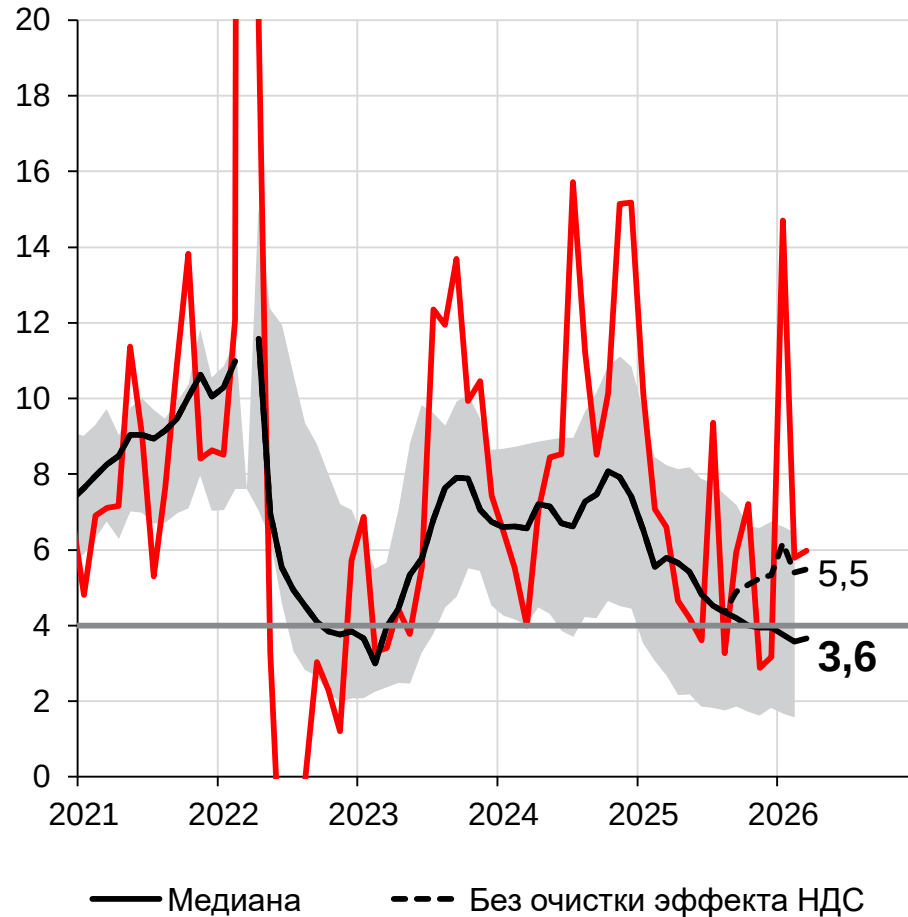
* Неопределенность на истории представлена в виде 75% доверительных интервалов.

Использование множества метрик позволяет лучше оценить устойчивое инфляционное давление

Усеченные показатели

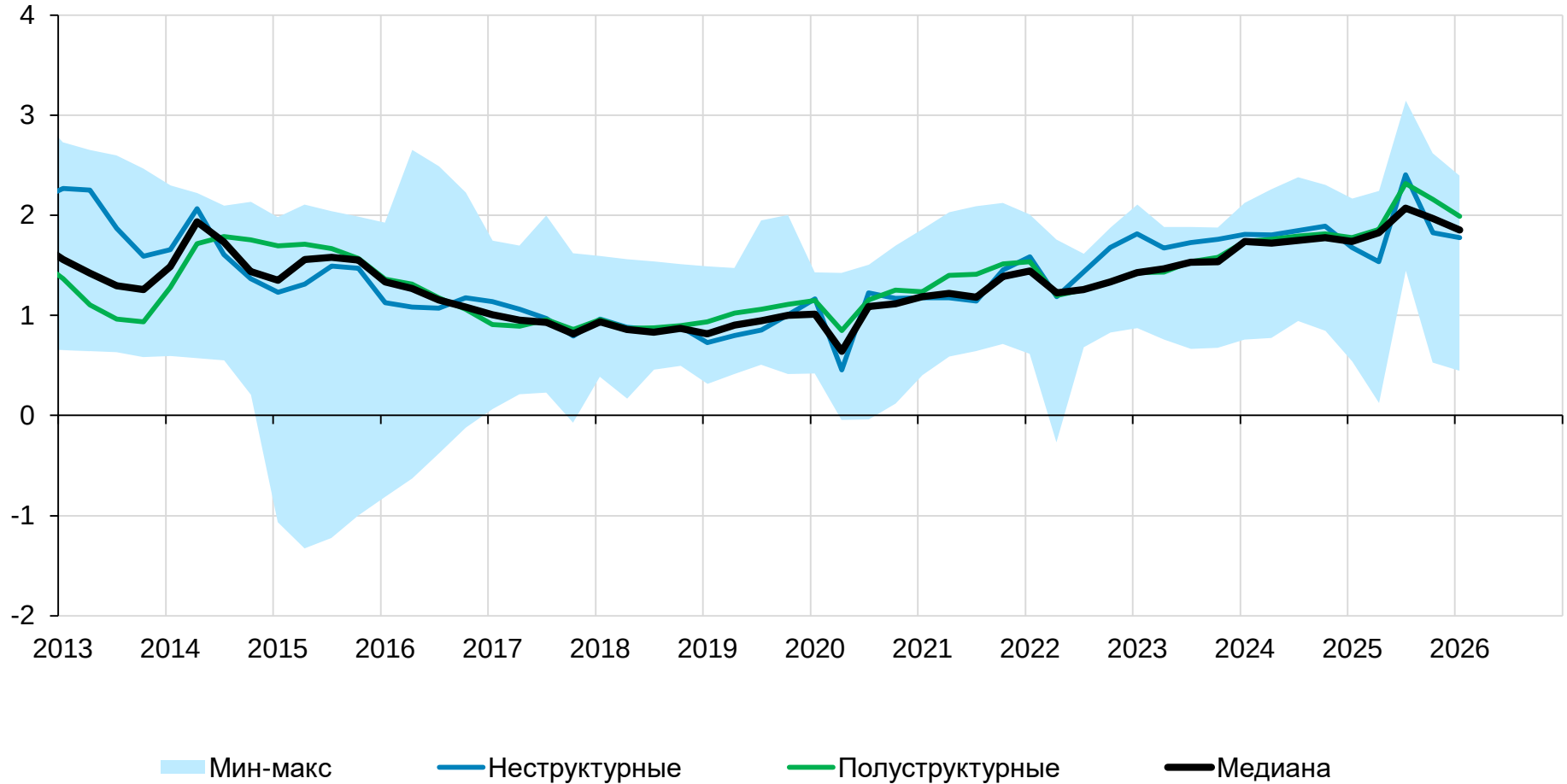


Модельные показатели



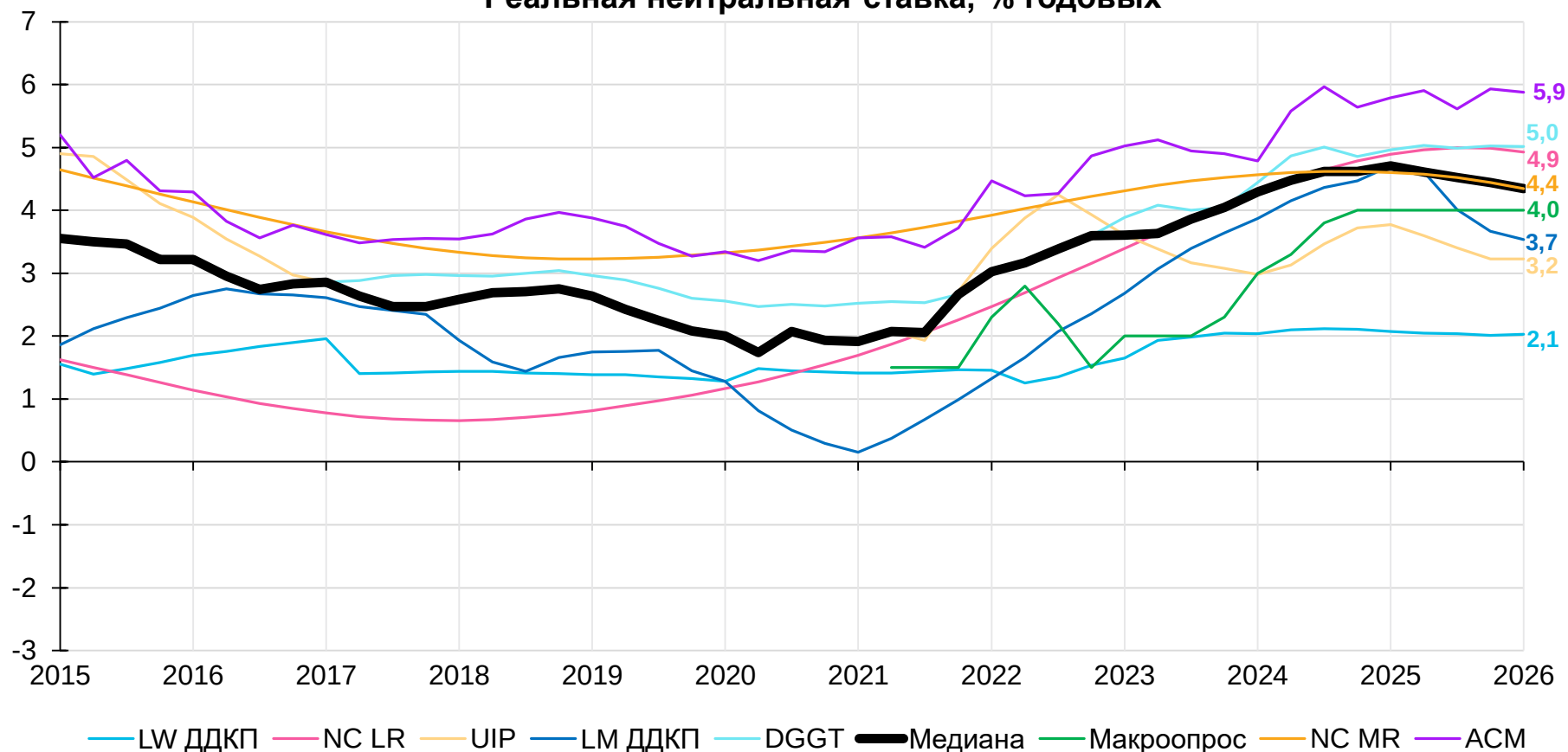
Оценки темпов роста потенциального ВВП

Пятилетнее скользящее среднее темпов роста потенциального ВВП (% кв/кв с.к.г.)



Оценки реальной нейтральной ставки в российской экономике

Реальная нейтральная ставка, % годовых



Примечания: NC LR и NC MR – оценки долгосрочной и среднесрочной g^* из неоклассической модели экзогенного роста. LW – полуструктурная модель ДДКП на основе Laubach and Williams (2003). LM – векторная авторегрессия (TVP-SV-BVAR) на основе Lubik and Matthes (2015). UIP – подход на основе непокрытого паритета процентных ставок с использованием ставки в США в качестве внешней. DGGT – VAR модель с общими стохастическими трендами Del Negro et al. (2017). ACM – модель срочной структуры процентных ставок Adrian et al. (2013).

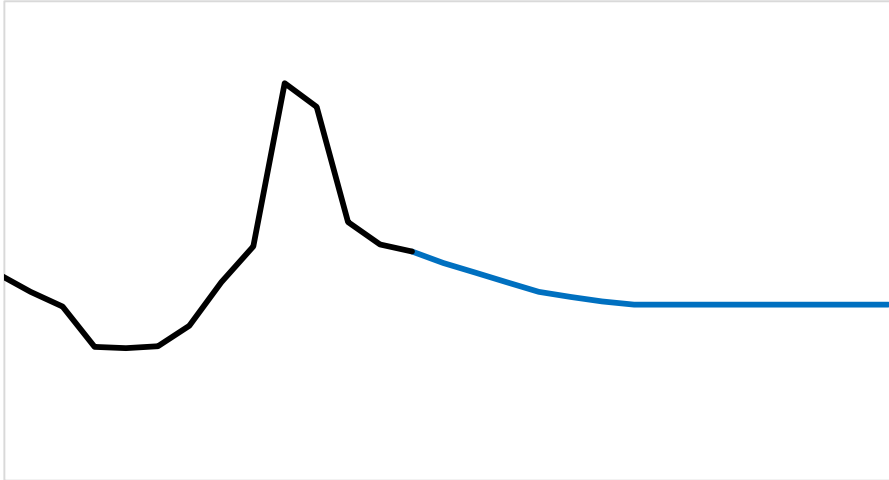


Банк России

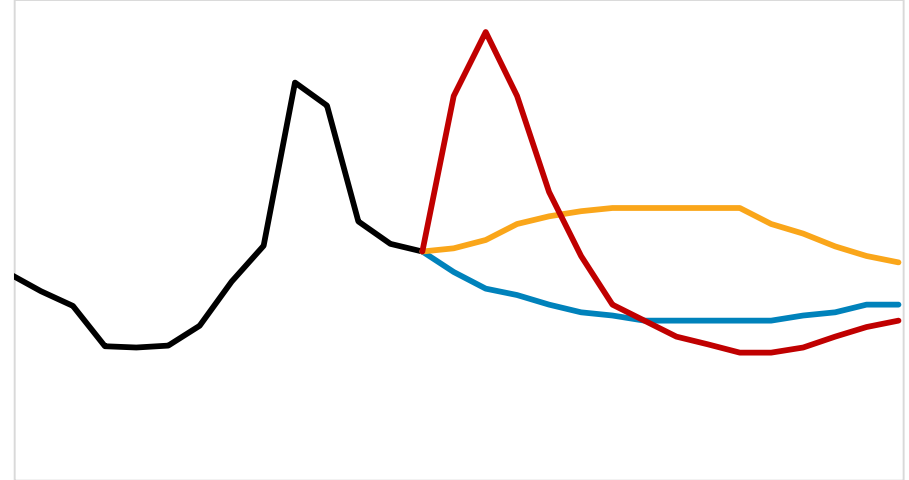
II. СПОСОБЫ КОММУНИКАЦИИ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ В ДКП

Как отражать неопределенность в прогнозе?

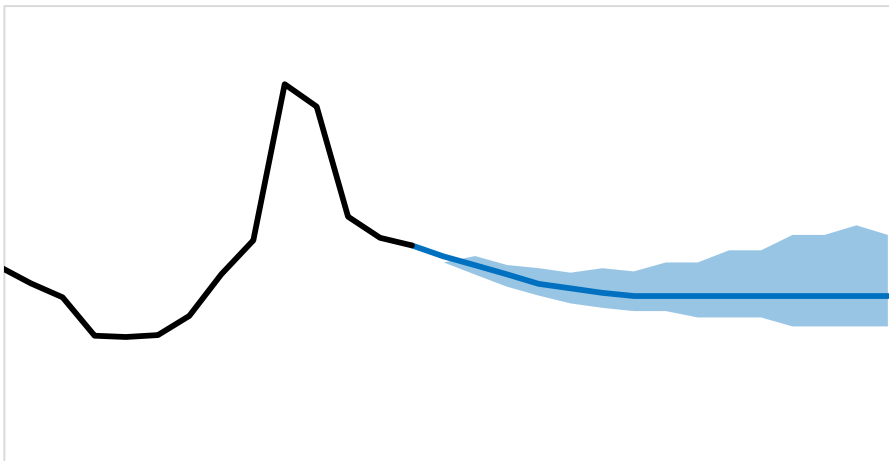
Точечный прогноз



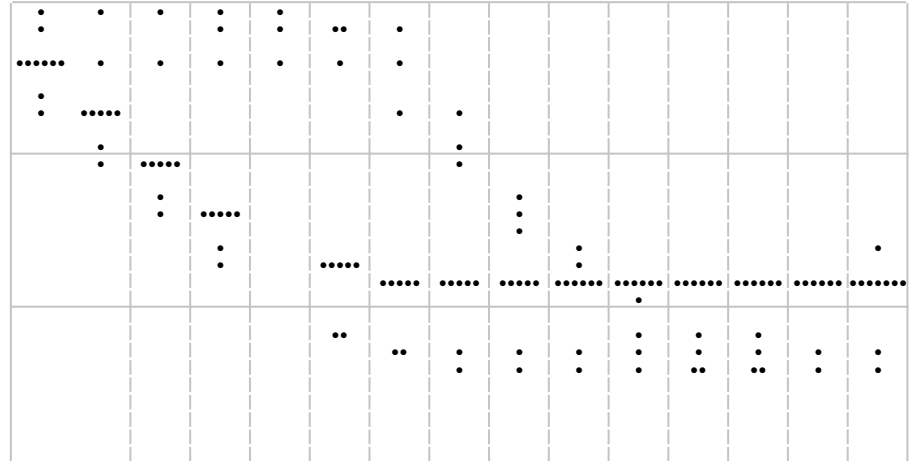
Сценарные траектории



Веер



Дот-плот



Мировая практика коммуникации неопределенности (1/2)

Центральный банк	Переменные в публичном прогнозе	Количественные инструменты			Качественные инструменты
		Веера	Альтернативные сценарии	Прочие инструменты	
ФРС США	Рост ВВП, инфляция, безработица, ставка ДКП; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Симметричные веера на основе ошибок прогноза	Публикуются с лагом 5 лет	Качественная оценка неопределенности и рисков, разброс прогнозов	Пресс-релиз, пресс-конференция, резюме обсуждения, прогноз, речи
ЕЦБ	Рост ВВП, инфляция, безработица; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Ограниченно (симметричные, на основе ошибок прогноза)	Да; активно использовались в 2020 и 2022	Сценарный анализ, анализ чувствительности, матрицы рисков	Экономический бюллетень, пресс-конференция, резюме обсуждения
Банк Японии	Рост ВВП, инфляция; ежеквартально; горизонт 3 года	Прекратили с 2015	Ограниченно	Графики баланса рисков, количественные оценки рисков	Пресс-релиз, прогноз, резюме обсуждения, речи
Банк Англии	Рост ВВП, инфляция, безработица, рост з/п; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Асимметричные, на основе оценки баланса рисков	Да; активно использовались в 2016-2020	Анализ чувствительности на исходных предпосылках	Доклад о ДКП, резюме обсуждения, речи
Банк Канады	Рост ВВП, инфляция, разрыв выпуска; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Прекратили с 2015	Выборочно для крупных рисков; стали более распространены после 2015	Таблицы оценок рисков	Доклад о ДКП, речи

Мировая практика коммуникации неопределенности (2/2)

Центральный банк	Переменные в публичном прогнозе	Количественные инструменты			Качественные инструменты
		Веера	Альтернативные сценарии	Прочие инструменты	
Банк Швеции	Рост ВВП, инфляция, безработица, ставка ДКП; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Прекратили с 2023	Да, в т.ч. с ожидаемыми траекториями ставки ДКП	Диапазон долгосрочной нейтральной ставки	Доклад о ДКП, Обновление о ДКП, резюме обсуждения, речи
Норвежский банк	Рост ВВП, инфляция, безработица, ставка ДКП; ежеквартально; горизонт 3-4 года	Прекратили с 2020	Обычно нет; публиковались во время COVID-19	Модельные метрики неопределенности в докладе о ДКП	Доклад о ДКП, пресс-конференции
Резервный банк Австралии	Рост ВВП, инфляция, безработица; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Симметричные веера на основе ошибок прогноза	Да	Детальное количественное и качественное описание ключевых рисков	Заявление о ДКП, пресс-конференция, речи
Резервный банк Новой Зеландии	Рост ВВП, инфляция, безработица, ставка ДКП; ежеквартально; горизонт 2-3 года	Нет	Активно использовались в 2020, 2024		Резюме обсуждения, заявление о ДКП, речи

Forecasting and Policy Analysis System (FPAS) Mark II

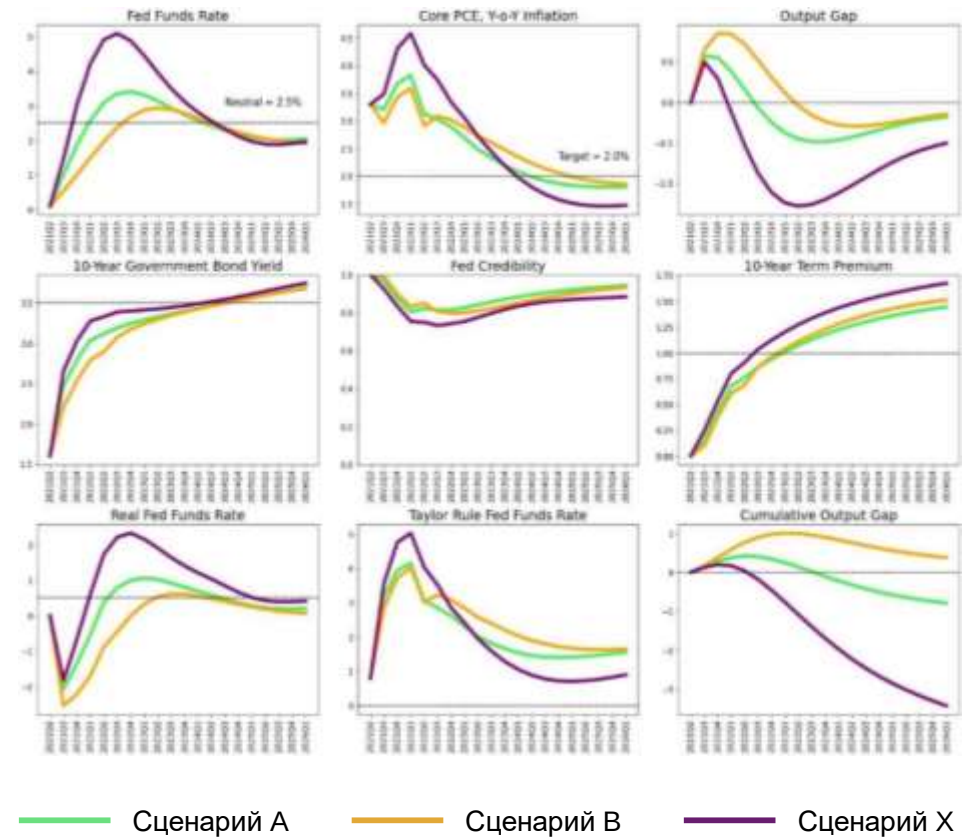
FPAS Mark II минимизирует риски совершить ошибку в ситуации высокой неопределенности и попадания экономики в «темный угол» – когда даже небольшой шок может привести к крупному кризису.

FPAS Mark II подразумевает подготовку ряда альтернативных сценариев вместо базового. Например:

Сценарий А: преобладают риски отклонения инфляции вверх от цели, требуется более жесткая ДКП, чем ожидает рынок

Сценарий В: преобладают риски устойчивого отклонения инфляции вниз от цели, требуется более мягкая ДКП, чем ожидает рынок

Сценарий Х: инфляция сильно отклоняется вверх от цели, требуется значительно более жесткая ДКП в течение более продолжительного периода



Различия прогнозных моделей FPAS Mark I и FPAS Mark II

Составляющая модели	FPAS Mark I (Банк России)	FPAS Mark II (Банк Армении)
Доверие к ЦБ	Предполагается фиксированное, полное доверие	Эндогенная переменная величина. Доверие (индикатор γ_t) меняется в зависимости от успешности ДКП, его можно накопить или потерять
Правило ДКП	Правило Тейлора	Функция потерь
Включение нелинейностей	Преимущественно линейные уравнения. Например, кривая Филлипса в QPM модели Банка России имеет вид: $\pi_t^d = \gamma_b^d \pi_{t-1}^d + (1 - \gamma_b^d) E_t^w \pi_{t+1}^d + \gamma_{rmc}^d r \widehat{mc}_t^{d,ma} + \varepsilon_t^{\pi^d}$ $\pi_t^m = \gamma_b^m \pi_{t-1}^m + (1 - \gamma_b^m) E_t^w \pi_{t+1}^m + \gamma_{rmc}^m r \widehat{mc}_t^m + \varepsilon_t^{\pi^m}$ π_t^d и π_t^m - инфляция отечественных и импортных товаров QoQ SAAR, E_t^w - взвешенные инфляционные ожидания, $r \widehat{mc}_t^d$ и $r \widehat{mc}_t^m$ - разрывы реальных предельных издержек производителей отечественных товаров и импортеров	Вводятся ключевые нелинейности. Например, нелинейная кривая Филлипса (при сильном перегреве инфляция растет ускоренными темпами) в FPAS II принимает вид: $\pi_{i,t} = \lambda_{i,t} \pi_{i,t+4}^e + (1 - \lambda_{i,t}) \pi_{i,t-1}^e + \lambda_{i,2} \left(\frac{\hat{y}_{i,t-1}}{\hat{y}_{\max} - \hat{y}_{i,t-1}} \hat{y}_{\max} \right) + \varepsilon_{i,t}^{\pi}$

Эволюция квартальной прогнозной модели в ДДКП

2007 – 2013	Базовая модель	}	Опубликована в качестве доклада на конференции*
2012 – 2013	Добавление разбивки инфляции : продовольственные товары, непродовольственные, ЖКУ		
2014 – 2015	Учет режима ИТ (отключение элементов управляемого плавания)	}	Опубликовано на сайте БР Орлов А., Квартальная прогнозная модель России (март 2021)
2019 – 2020	Добавление фискального блока : расчет фискального стимула		
2020 – 2021	Добавление срочной структуры процентных ставок : расчет разрыва ДКУ		
2022	Адаптация модели к режиму с контролем потоков капитала	}	Опубликовано во Врезке в ДоДКП № 2(38) , май 2022 (автор – Орлов А.Д.)
	Добавление экспорта-импорта : расчет внутреннего спроса		
	Добавление базовой инфляции	}	Опубликовано на сайте БР Орлов А., Шарафутдинов А. Квартальная прогнозная модель России с рынком труда (август 2024)
2023 – 2024	Доработка модели для интеграции рынка труда		

*Бородин, А.Д., Е.А. Горбова, С.В. Плотников, Ю.Л. Плущевская (2008). «Оценка потенциального выпуска и других ненаблюдаемых переменных в рамках модели трансмиссионного механизма монетарной политики (на примере России)». Сборник докладов II Международной научно-практической конференции «Проблемы выбора эффективной денежно-кредитной политики в условиях переходной экономики». Национальный банк Республики Беларусь.

Среднесрочный прогноз Банка России (1/2)

Среднесрочный прогноз Банка России

по итогам заседания Совета директоров по ключевой ставке 24 апреля 2026 года



Основные параметры прогноза Банка России в рамках базового сценария
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

Инфляция

Ключевая ставка

ВВП

Платежный баланс

Денежно-кредитные показатели

	2025 (факт)	2026	2027	2028
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	5,6	4,5–5,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	8,7	5,1–5,6	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	19,2	14,0–14,5 ¹	8,0–10,0	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	1,0	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	1,0	1,0–2,0	1,5–2,5	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	2,9	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	3,6	0,5–1,5	1,5–2,5	1,5–2,5
Валовое накопление	–4,9	1,0–3,0	1,0–3,0	1,0–3,0
– основного капитала	–0,4	0,0–2,0	1,0–3,0	1,0–3,0
Экспорт	– ²	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	– ²	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	10,6	5–10	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ³	9,5	6–10	8–13	8–13
– к организациям	11,9	7–11	8–13	8–13
– к населению, в том числе	2,8	5–9	8–13	8–13
ипотечные жилищные кредиты	7,8	6–10	10–15	10–15

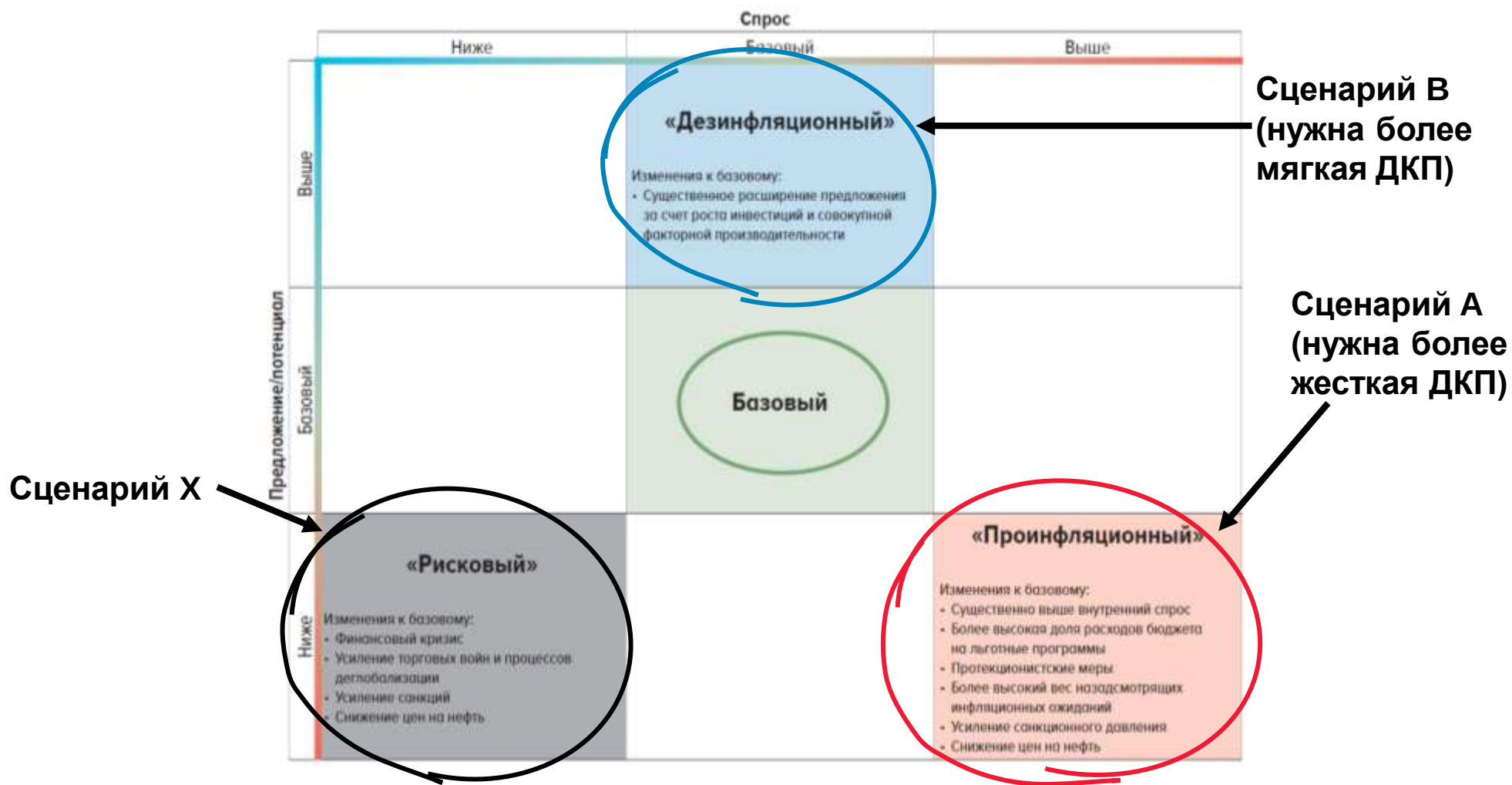
¹ С учетом того, что с 1 января по 26 апреля 2026 года средняя ключевая ставка равна 15,5%, с 27 апреля до конца 2026 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 13,3–14,0%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в методологическом комментарии (http://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf).

² Данные по использованию ВВП за 2025 год в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

³ Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долговые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднесрочному курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

Сценарии в Основных направлениях ДКП Банка России

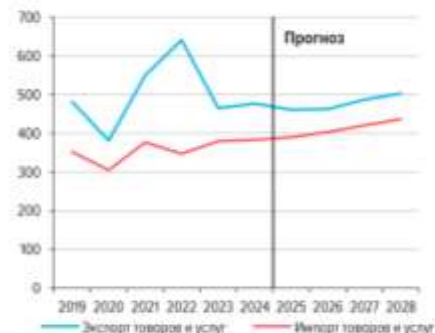


Сценарии в Основных направлениях ДКП Банка России

Базовый сценарий

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(млрд долл. США)

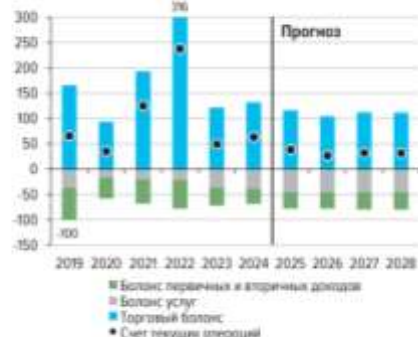
Рис. 3.2



Источник: расчеты Банка России

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(млрд долл. США)

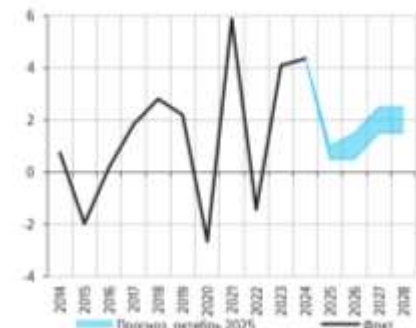
Рис. 3.3



Источник: расчеты Банка России

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

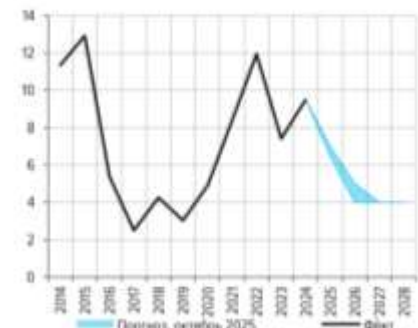
Рис. 3.4



Источник: расчеты Банка России

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% декабрь к декабрю предыдущего года)

Рис. 3.5

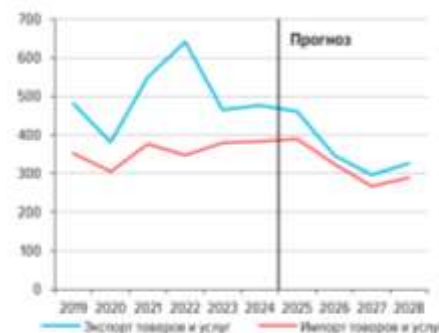


Источник: расчеты Банка России

Рисковый сценарий

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(млрд долл. США)

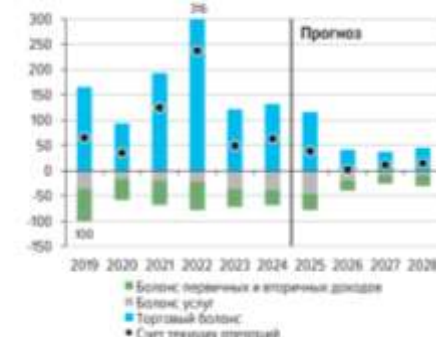
Рис. 3.14



Источник: расчеты Банка России

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(млрд долл. США)

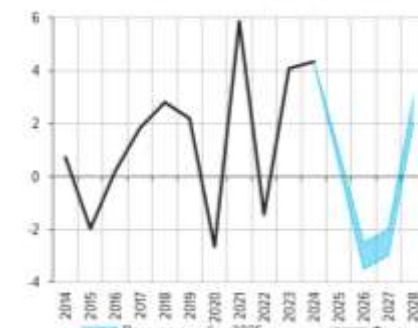
Рис. 3.15



Источник: расчеты Банка России

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

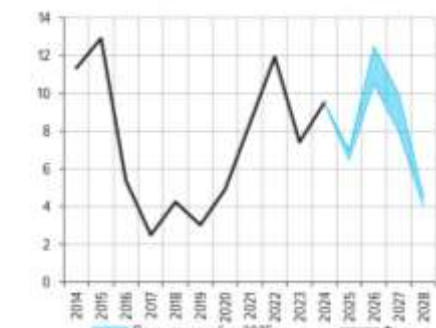
Рис. 3.16



Источник: расчеты Банка России

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ
В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ»
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.17



Источник: расчеты Банка России

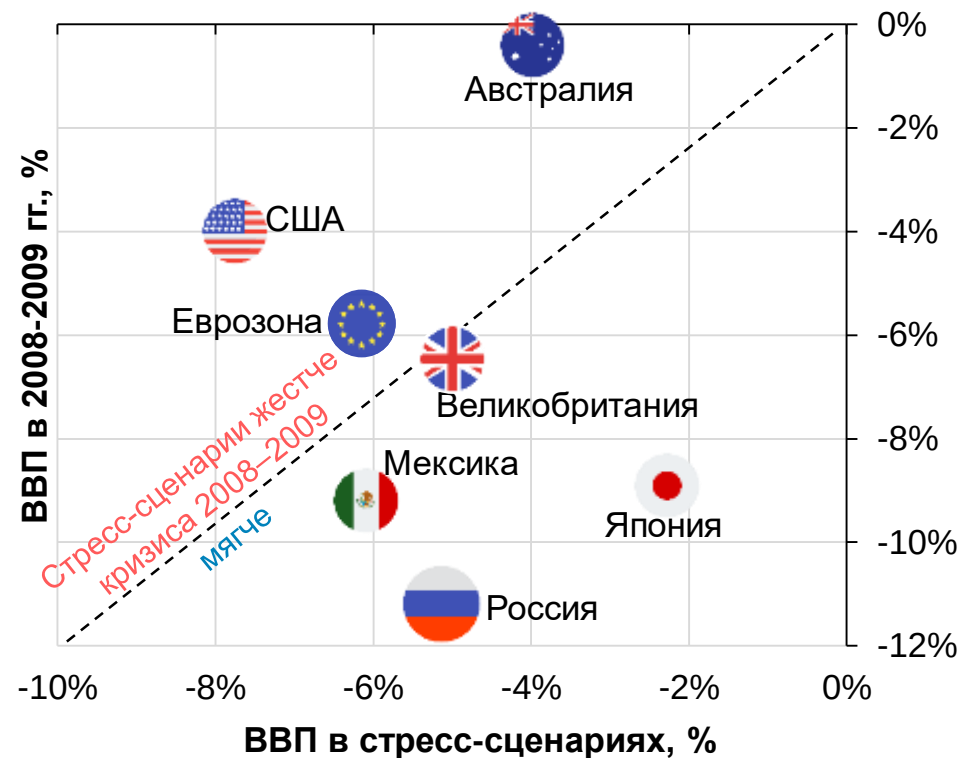
Рисковые сценарии часто используются для надзорного стресс-тестирования

Жесткость стресс-сценариев и глубина падения выпуска

В России максимальная просадка ВВП (-11,2%) была во втором квартале 2009 года. Последние сценарии стресс-тестирования не предполагают такого большого сжатия, поскольку **структура нашей экономики стала другой**: изменились внешнеэкономические связи, были введены плавающий валютный курс и бюджетное правило, повысилась эффективность регуляторных мер.

В Австралии более жесткий стресс по сравнению с 2008 годом обусловлен тем, что **страна прошла мировой кризис без рецессии**.

Для Японии мировой кризис имел существенные **последствия**, поскольку ее экспортно ориентированная экономика сильно зависела от наиболее пострадавших от кризиса стран. Сейчас темпы роста экономики Японии по факту достаточно низкие, поэтому **падение ВВП в сценарии на 4% является достаточно жестким стрессом**, несмотря на то, что в 2008 году состояние экономики ухудшалось гораздо сильнее.



Траектория сценария зависит от влияния актуальных рисков на изменение производственных возможностей

Кризисы	Траектория
Факт	
 2008 Мировой фин. кризис	V
 2014 Санкции и цены на нефть	L
 2020 Пандемия COVID-19	V
 2022 Масштабные санкции	V
Рисковый сценарий	
HCT22	V
HCT25	L
HCT26	L

- При выборе траектории выпуска в рисковом сценарии Банк России смотрит на актуальные риски и предполагает, как будет реагировать потенциальный ВВП на их реализацию. **Если из-за кризисных событий снижаются производственные возможности в экономике, то сценарий будет иметь L-форму, то есть посткризисное восстановление и рост происходят медленнее.** В противном случае сценарий будет иметь V-форму.
- Сейчас актуальными для мировой и российской экономики остаются риски, связанные с нарушением производственных и торговых цепочек, в том числе из-за распространения санкций и других административных инструментов, например, пошлин. Реализация подобных рисков приводит к снижению производственных возможностей для участников мировой экономики, включая Россию. Поэтому **после 2022 года Банк России чаще выбирает L-сценарии, т.к. считает их более реалистичными.**

Выводы

- **ДКП – это искусство управлять рисками**, а не соревнование по самому точному прогнозу.
- **ЦБ должен пристальнее следить за рисками и придавать им больший вес**, чем финансовые рынки, население и бизнес.
- **Риски очень часто асимметричны** в сторону более высокой или более низкой инфляции.
- **Источников неопределенности для ДКП много**, и не все связаны непосредственно с «туманом будущего».
- **ЦБ стараются количественно оценить масштаб неопределенности** с помощью множества индикаторов. Идеального среди них не существует ☹
- Построение альтернативных сценариев повышает робастность ДКП. **Модельный аппарат Банка России соответствует лучшим мировым практикам и постоянно совершенствуется.**
- **Как лучше коммуницировать неопределенность – открытый вопрос.** Банк России изучает преимущества и недостатки каждого подхода и опыт других ЦБ, чтобы наилучшим образом управлять ожиданиями экономических агентов.



Банк России

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ