

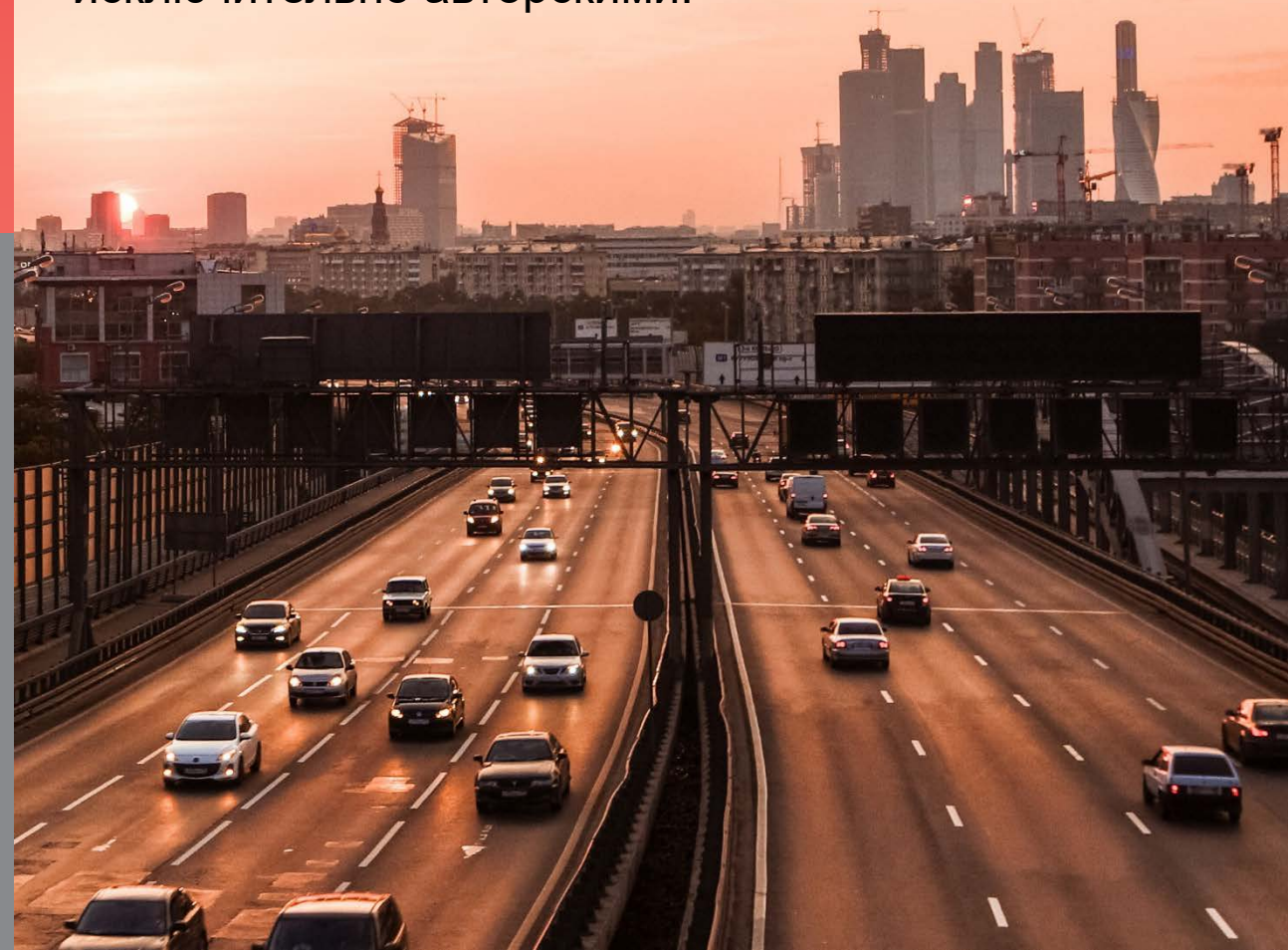


Банк России

О МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОСЛЕДСТВИЯХ ИЗБЫТОЧНО МЯГКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Алена Нелюбина, к.э.н., начальник отдела
макроэкономических и финансовых исследований

Содержание настоящей презентации отражает личную позицию авторов. Содержание презентации не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решение регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.



Что будем обсуждать

- Можно ли при помощи снижения ключевой ставки ускорить экономический рост?
- Почему доверие к национальной валюте важно?
- Какая денежно-кредитная политика (ДКП) способствует долгосрочному экономическому росту?

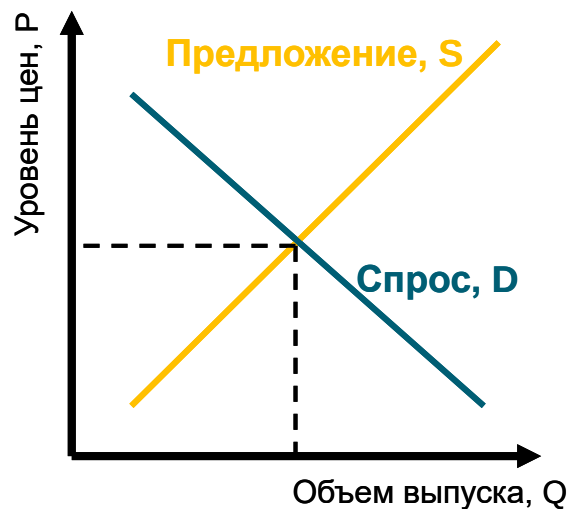


Банк России

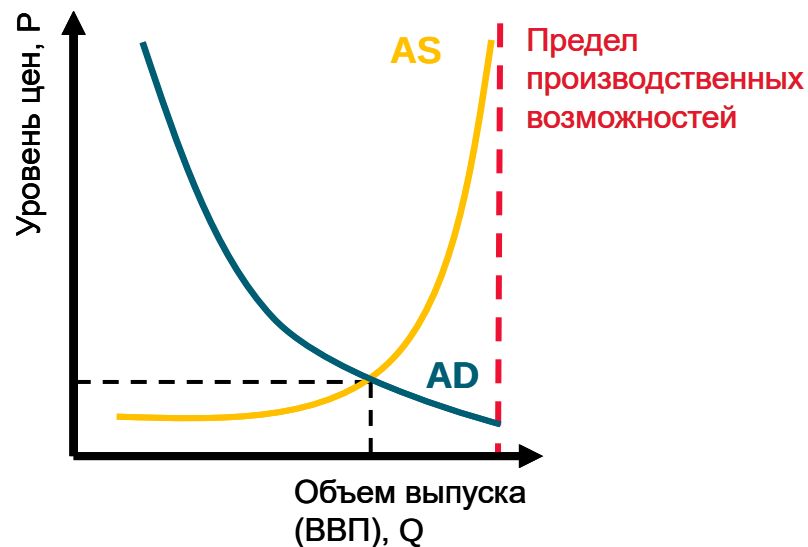
ДКП И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
РОСТ

Совокупный спрос и совокупное предложение

Спрос и предложение для конкретного товара



Совокупные спрос и предложение



Почему существует предел?

- **Ограниченное количество ресурсов** (труд, капитал, земля, технологические знания,...)
- **Убывающая отдача от ресурсов** (1 работник + 1 компьютер/станок = производительность вырастет; 1 работник + 2 компьютер/станок = производительность не изменится)
- **Физические ограничения** (24 часа в сутках, скорость логистики,...)

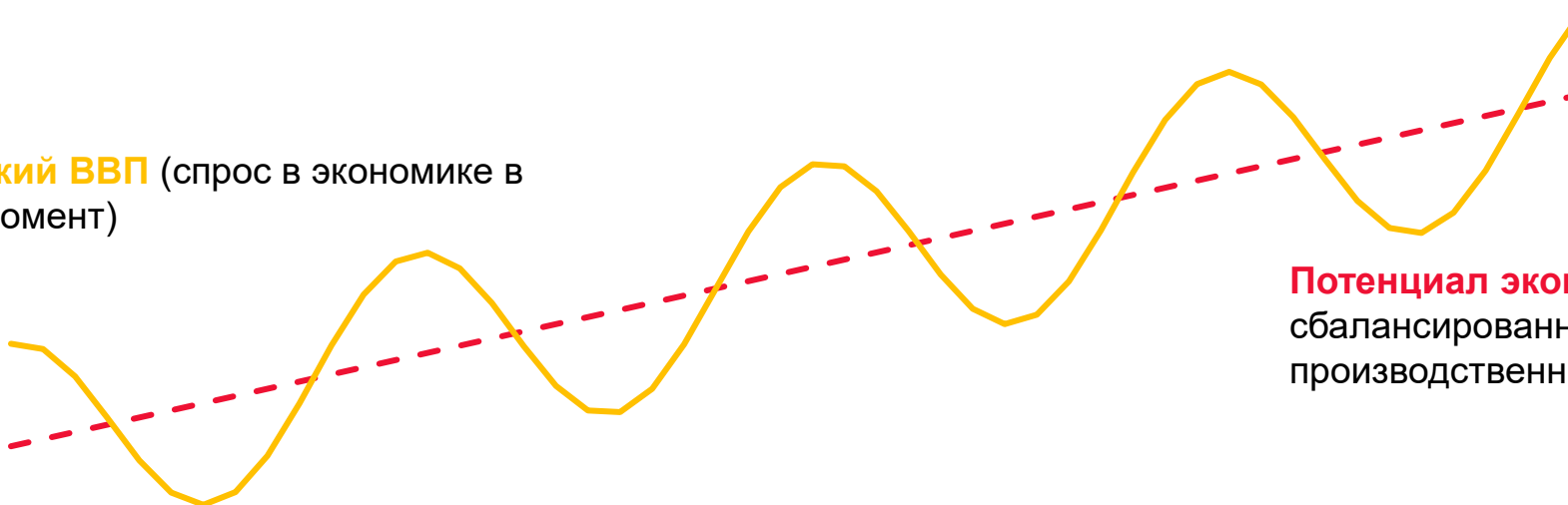
Экономический рост и экономический цикл

Экономическая активность (объем выпуска (ВВП)) **изменяется** с течением времени

Долгосрочный тренд отражает изменения **потенциала экономики** – т.е. объема выпуска, который возможен при полном использовании наличных ресурсов (труд, капитал), и **задается факторами предложения**

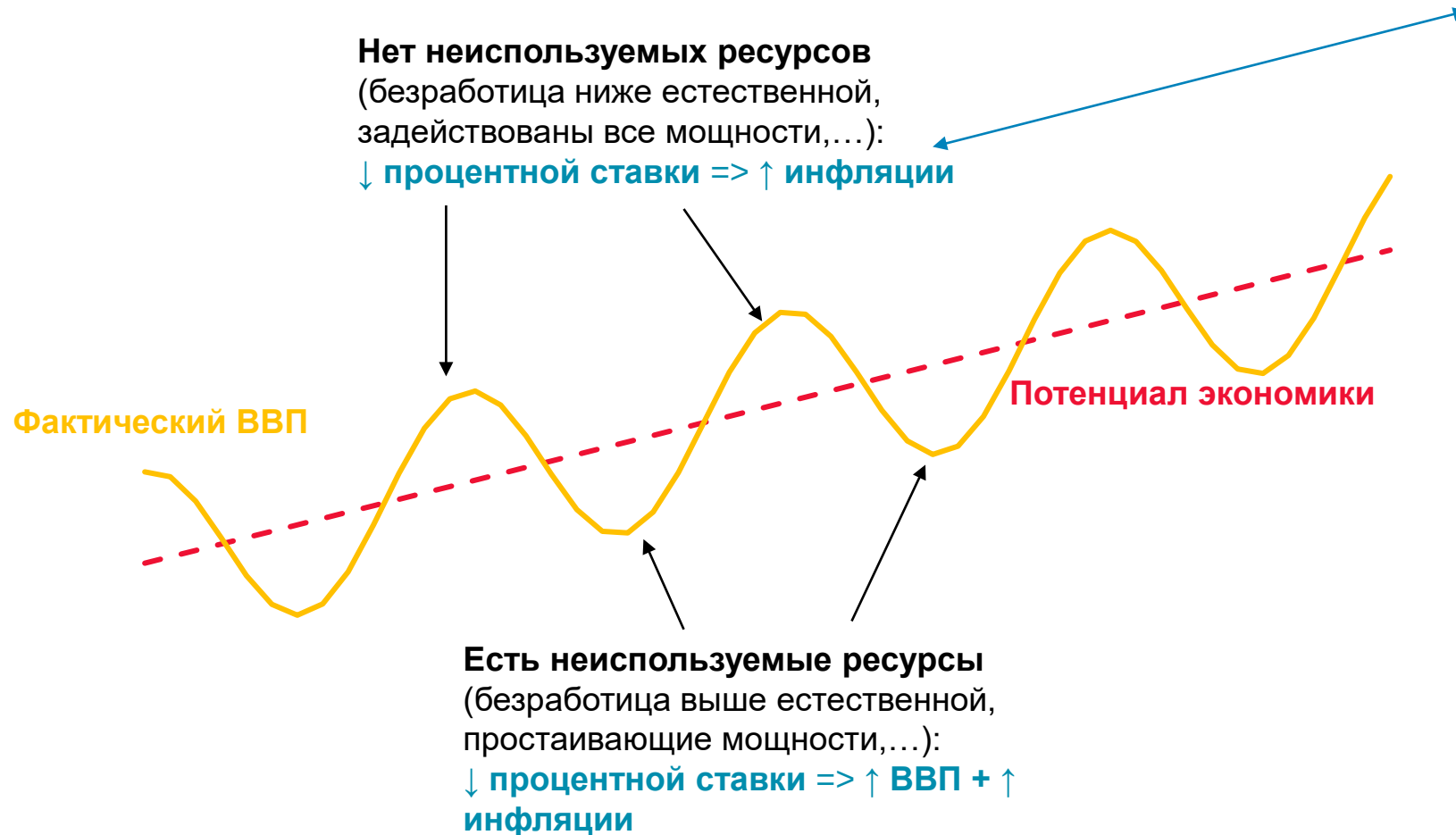
Более кратковременные изменения фактической экономической активности вокруг долгосрочного тренда – это **экономический цикл**, который определяется **колебаниями спроса**

Фактический ВВП (спрос в экономике в текущий момент)



Потенциал экономики (устойчивый и сбалансированный рост, объективные производственные возможности)

Снижение процентной ставки ускоряет экономический рост?

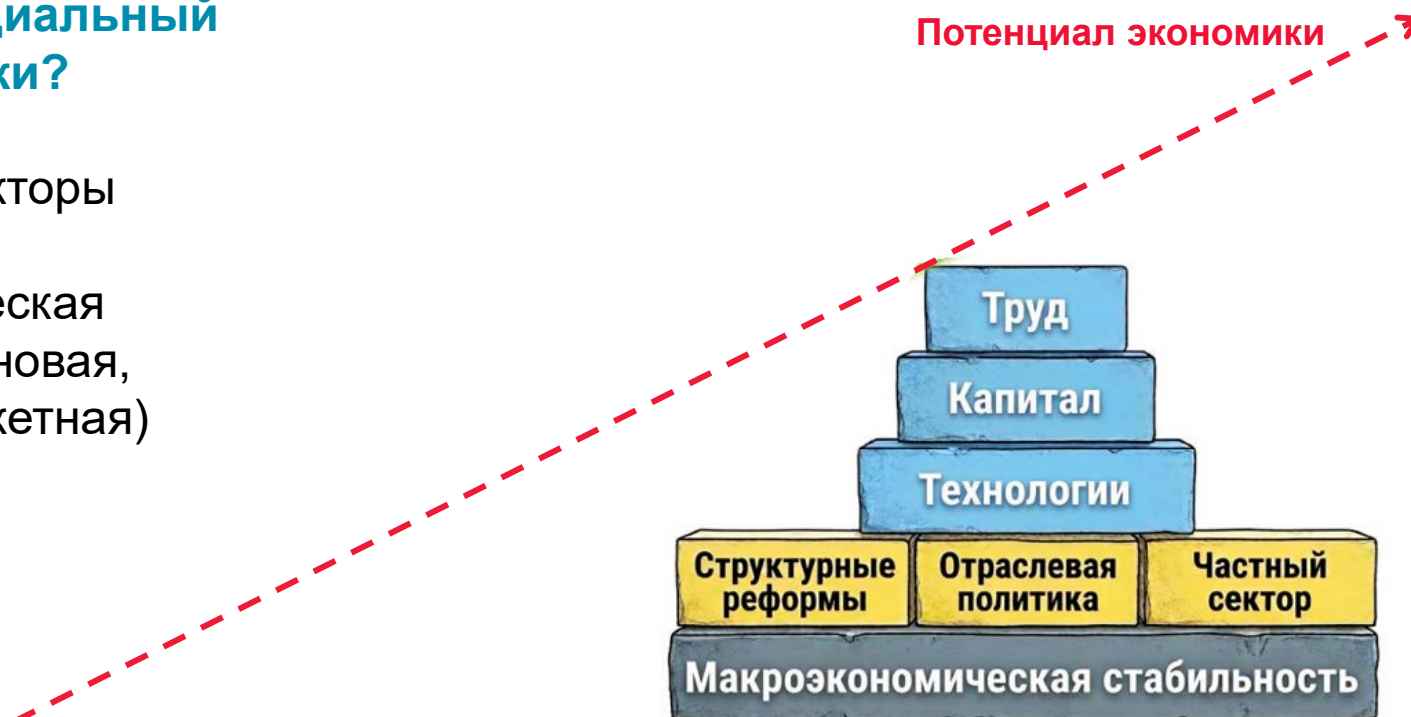


- **Эффект «перетягивания» ресурсов:** избыточно низкая ставка $\rightarrow$ фирмы берут кредиты $\rightarrow$ покупают труд, капитал. Но предложение ресурсов краткосрочно неэластично (например, фиксированное количество строительных фирм). В итоге растут цены (на дома, оборудование,...), а не совокупный выпуск.
- Избыточно низкая ставка $\rightarrow$ высокая инфляция $\rightarrow$ **высокая волатильность = неопределенность**. Инвесторы при прочих равных выбирают страны с меньшей неопределённостью.

Денежно-кредитная политика и экономический рост

Как ускорить потенциальный рост экономики?

Структурные факторы
+
Макроэкономическая
стабильность (ценовая,
финансовая, бюджетная)



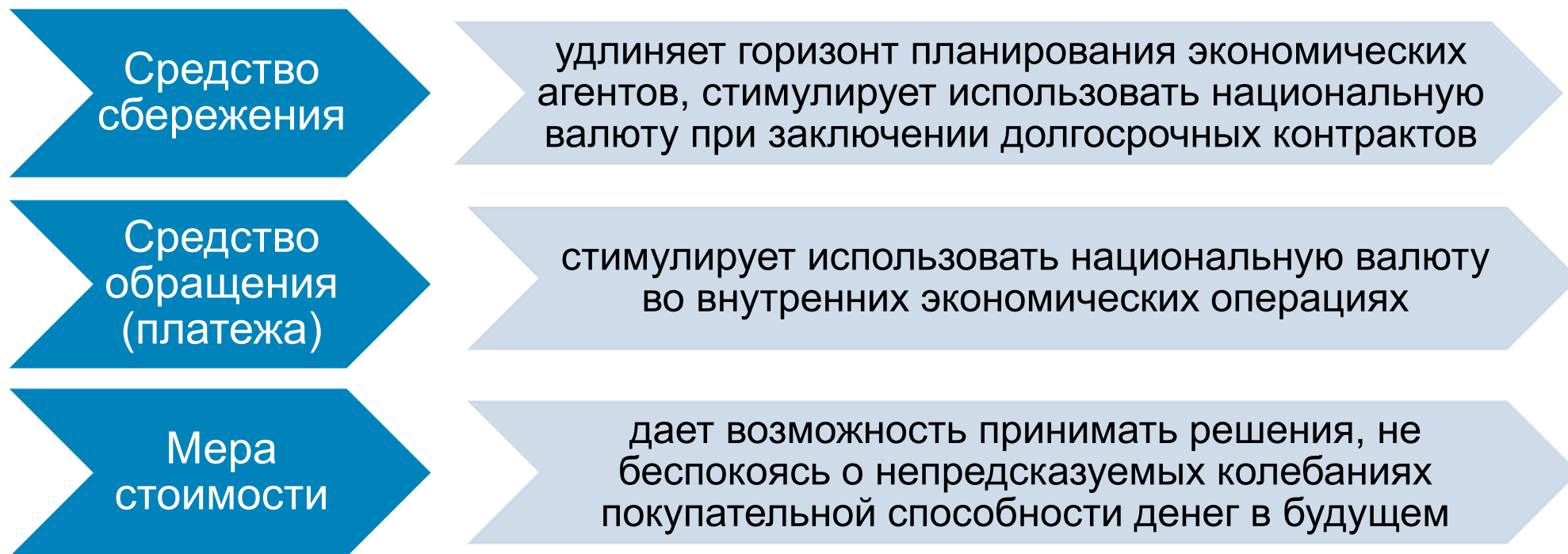


Банк России

ЦЕНОВАЯ
СТАБИЛЬНОСТЬ

Деньги в экономике

Ценовая стабильность = цены меняются медленно и предсказуемо, деньги сохраняют покупательную способность



Задача денежно-кредитной политики

Ценовую стабильность обеспечивает центральный банк через проведение денежно-кредитной политики

- Экономика сталкивается с шоками (внутренние и внешние условия)
- Шоки отклоняют экономику от сбалансированного роста, инфляцию от цели
- **Задача ДКП - сглаживать колебания экономической активности и поддерживать инфляцию на стабильно низких уровнях**
- Политика должна временно ужесточаться или смягчаться в зависимости от фазы экономического цикла



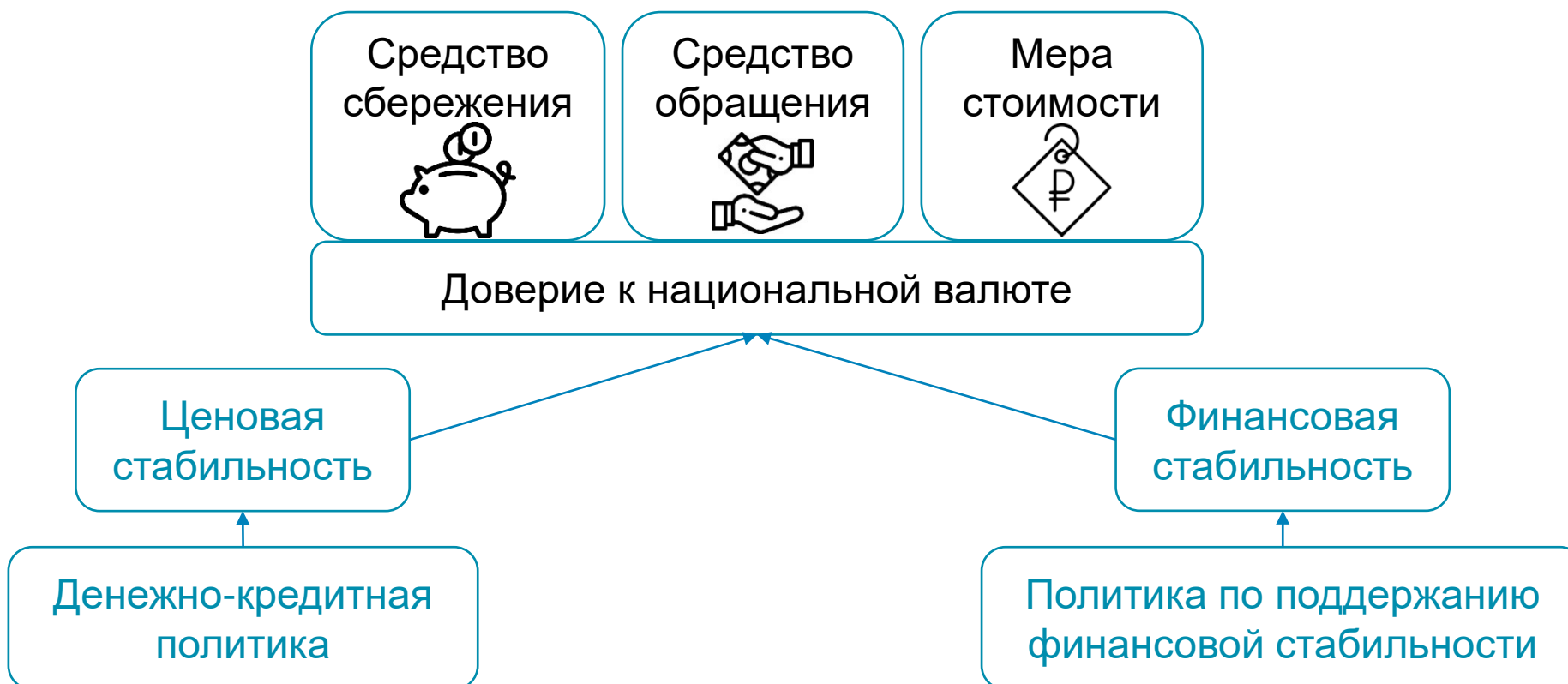


Банк России

ДЕНЬГИ И ДОВЕРИЕ

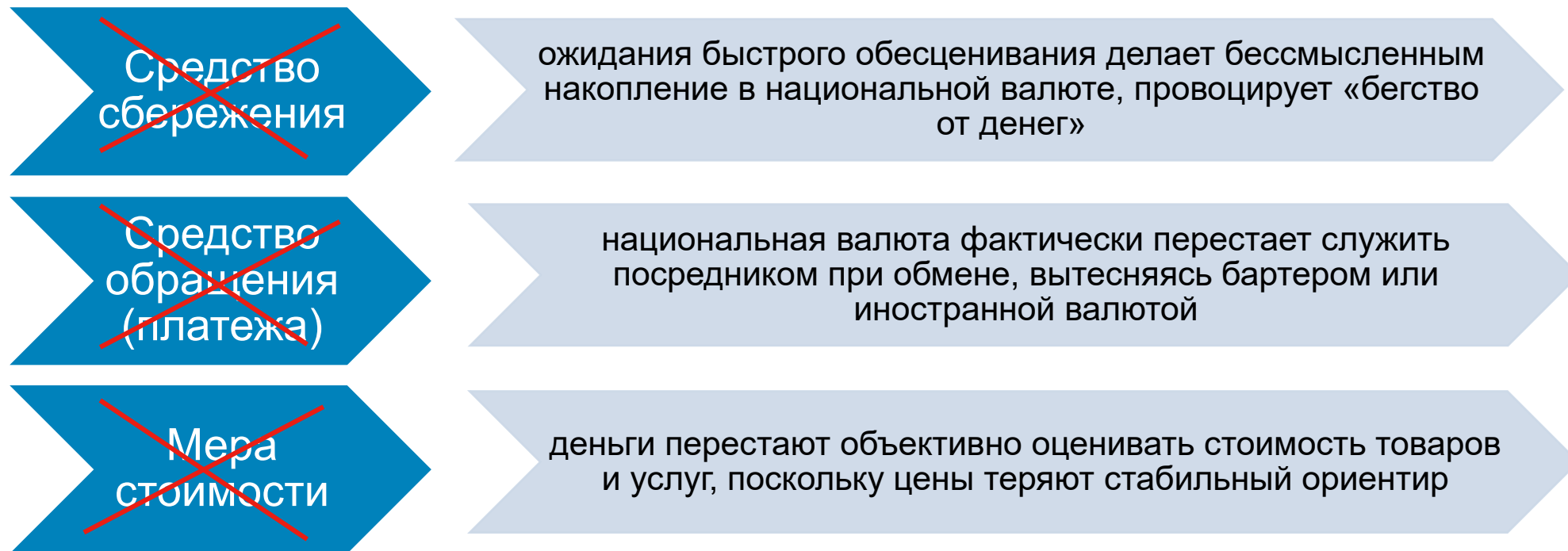
Доверие к национальной валюте

Доверие экономических агентов к национальной валюте - основа современных денежных систем
(сохраняет способность денег выполнять свои функции)



Последствия потери доверия

Если доверие к национальной валюте подорвано, деньги начинают терять свои основные функции



Почему происходит потеря доверия

1. Ошибки в экономической политике государства

- **временная ошибка:** центральный банк, например, для стимулирования экономики или облегчения долговой нагрузки бюджета проводит избыточно мягкую ДКП. Краткосрочно ВВП может увеличиться, однако инфляция ускорится еще сильнее. Если ЦБ вовремя осознает риски и резко ужесточит политику, **доверие может быть восстановлено**, а инфляция – обуздана.
- **постоянная (сознательная) ошибка:** эксплуатация инструментов ДКП становится основным источником доходов государства, и отказ от нее считается политически неприемлемым. В этом случае экономика попадает в **инфляционную ловушку**.

2. **Самосбывающиеся инфляционные ожидания** (Obstfeld & Rogoff, 1983): если экономические агенты ожидают будущего обесценения денег, они начинают стремительно избавляться от национальной валюты, например в пользу иностранной. Это провоцирует **гиперинфляционную спираль**.

Механизм воздействия на экономику





Банк России

ПОСЛЕДСТВИЯ ГИПЕРИНФЛЯЦИИ

Последствия гиперинфляции

 сгорание сбережений

 сильное падение реальных доходов населения

 рост бедности и социального напряжения

 массовый отток иностранного капитала

 упадок экономической активности

 «инфляционная травма» – устойчивая склонность экономических агентов крайне остро реагировать на любые колебания цен даже десятилетия спустя после стабилизации

Гиперинфляция и валютизация экономики

Валютизация экономики* – ситуация, когда **иностранная валюта широко используется или заменяет местную валюту.**

Развивающиеся экономики оказываются особенно уязвимы. Феномен «привыкания к долларам» может закрепиться на десятилетия.

Последствия валютизации:

- **валютные риски:** заемщики внутри страны вынуждены брать кредиты в иностранной валюте, тогда как доходы получают в местной. Любая девальвация грозит волной банкротств.
- **центральный банк теряет способность эффективно проводить ДКП,** так как значительная часть компонентов денежной массы выходит из-под его прямого влияния.

Экономика попадает в ловушку, когда отказ от валютизации чреват болезненной адаптацией, а ее сохранение – хронической курсовой уязвимостью и потерей монетарного суверенитета.

* (Calvo & Vegh, 1997): частичная валютизация – это использование иностранной валюты как средства сбережения, когда в ней номинируется часть финансовых активов и обязательств; полная валютизация предполагает замену местной валюты в транзакциях. На практике полная валютизация встречается редко из-за дефицита иностранной валюты. Вместо этого используется привязка внутренних цен к иностранному курсу, создающая схожий с полной валютизацией эффект.

Гиперинфляция и потенциальный рост экономики





Банк России

МОДЕЛИРОВАНИЕ
«ОШИБОК ПОЛИТИКИ»

О МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОСЛЕДСТВИЯХ ИЗБЫТОЧНО МЯГКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Подробнее о методике моделирования

https://www.cbr.ru/Content/Document/File/187425/analytic_note_20260310_dip.pdf



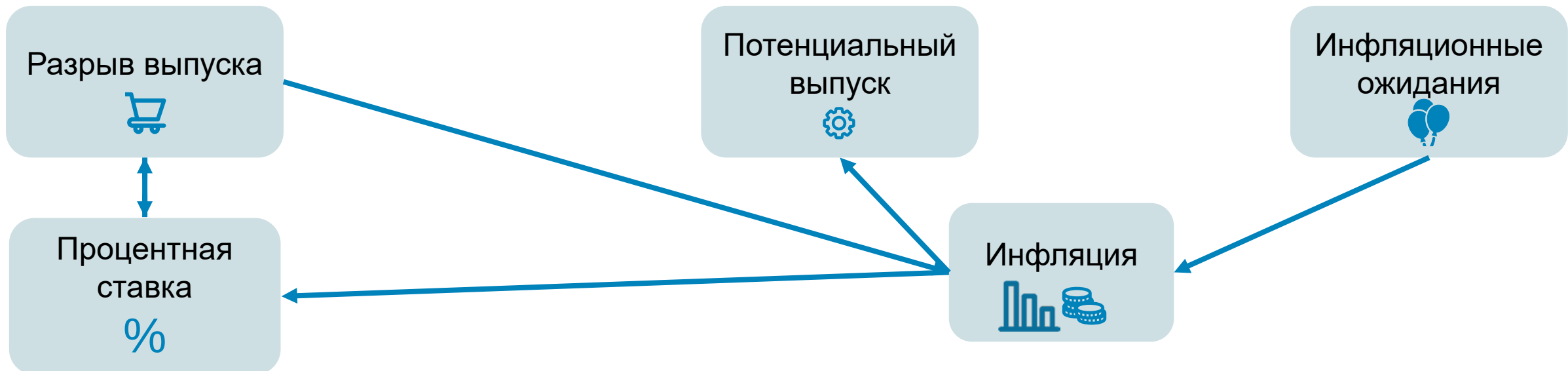


Предпосылки

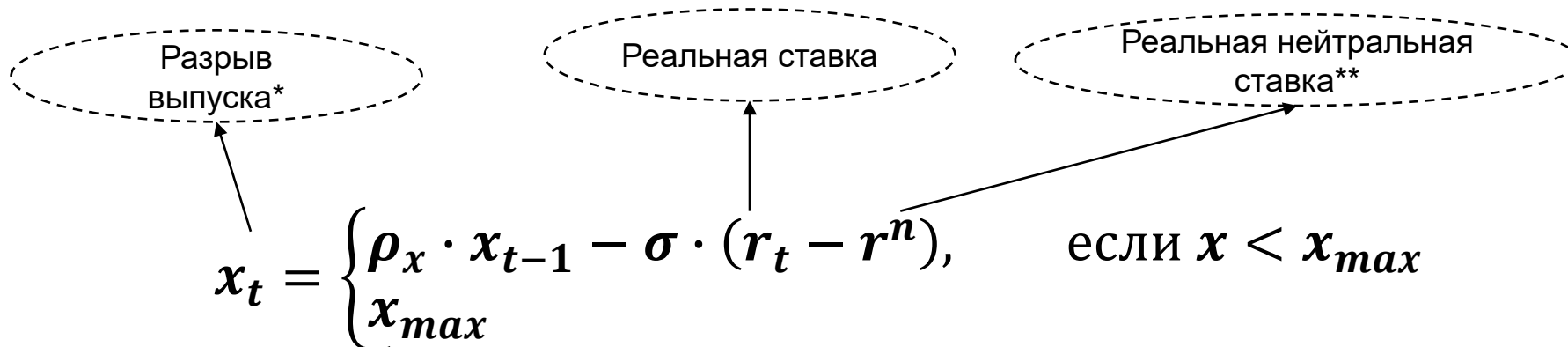
1. **Модель отражает логику работы основных каналов трансмиссии** денежно-кредитной политики: ужесточение ДКП транслируется в ужесточение денежно-кредитных условий, сжатие совокупного спроса, снижение инфляционных ожиданий и замедление инфляции.
2. **Центральный банк (ЦБ) может:**
 - **(а) следовать правилу Тейлора**, т.е. устанавливать процентную ставку так, чтобы вернуть экономику к долгосрочному равновесию (если шоков не происходит, то уровень номинальной процентной ставки будет равен нейтральному);
 - **(б) отклоняться от правила**, что будет приводить к нарастанию негативных эффектов в экономике.
3. **Инфляционные ожидания (ИО) зависят от того, в какой степени ЦБ удерживает инфляцию вблизи цели.**
 - Если ЦБ следует правилу Тейлора, то ИО заякориваются.
 - Если ЦБ не выполняет обещание по удержанию инфляции вблизи цели, то ИО разъякориваются.
4. **Существенное отклонение инфляции вверх от цели оказывает негативное влияние на темпы роста потенциального ВВП:** чем сильнее инфляция отклоняется от цели вверх, тем выше растут неопределенность, транзакционные издержки, деградация и снижение эффективности использования факторов производства.

Основные уравнения модифицированной модели IS-PC-MR

1. **Кривая IS**, описывающая взаимосвязь спроса и процентной ставки;
2. **Нелинейная кривая Филлипса**, определяющая взаимосвязь инфляции и выпуска;
3. **Уравнение** формирования **инфляционных ожиданий**;
4. **Правило Тейлора**, определяющее установление ключевой ставки;
5. Уравнение, описывающее **взаимосвязь потенциального выпуска и инфляции**.



Спрос на рынке товаров и услуг (аналог IS)



разрыв выпуска обладает верхним пределом и инерцией – невозможно бесконечно «перегреть» экономику, также как невозможно ее «моментально остудить»

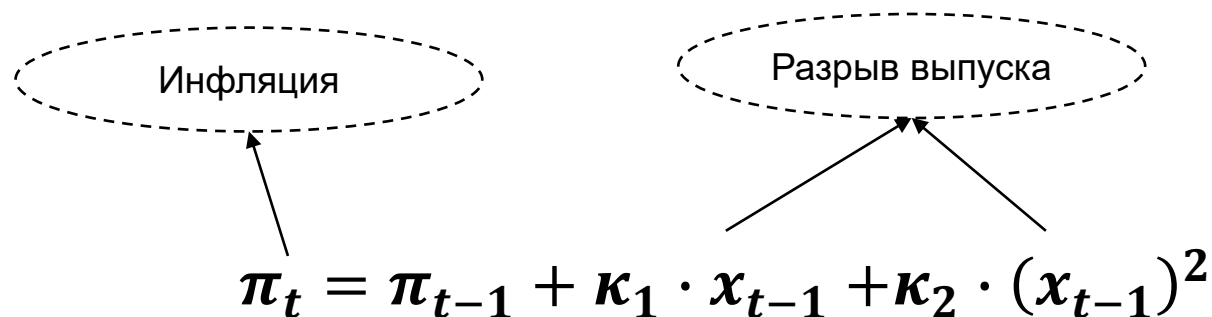
Канал процентной ставки так, **при росте ставки**:

- **домохозяйства снижают потребление** – предпочитают отложить потребление «сегодня» в пользу «завтра»;
- **фирмы сокращают инвестиции** – предпочитают альтернативу в виде направления ресурсов в инструменты финансового рынка, а не в физический капитал.

*Разрыв выпуска – отклонение фактического выпуска от своего потенциального уровня.

**Нейтральная ставка – уровень ставки процента, при котором экономика (1) устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному), (2) инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне.

Совокупное предложение (кривая Филлипса)



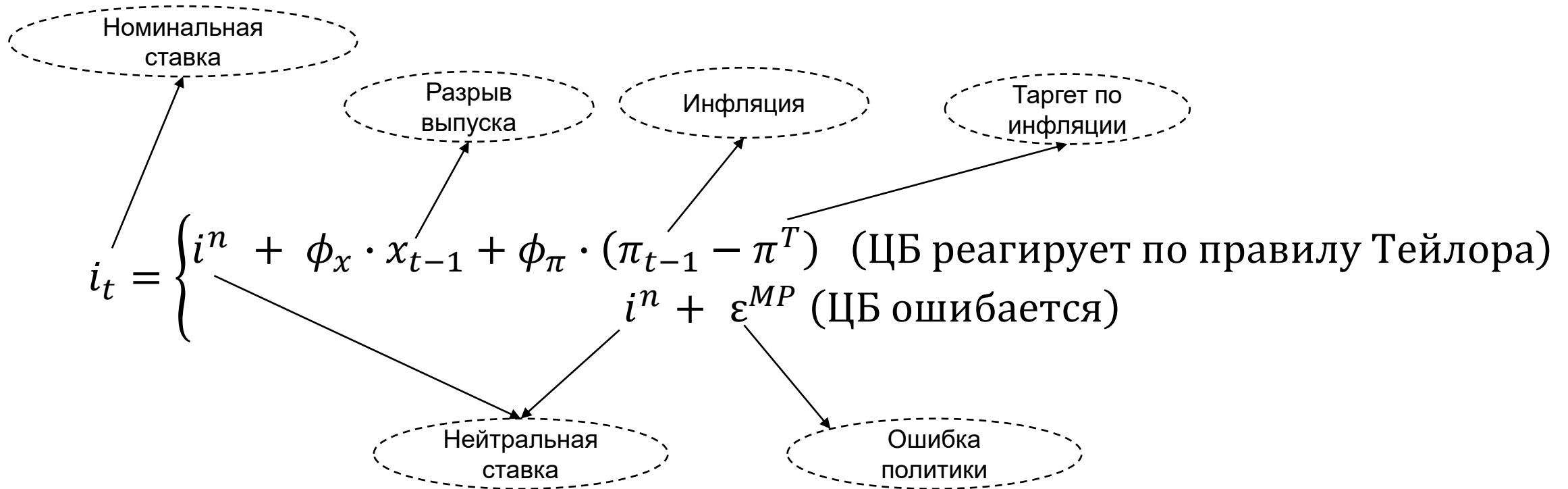
Чем выше разрыв выпуска, тем интенсивнее рост инфляции.

Нелинейность кривой Филлипса объясняет асимметрию:

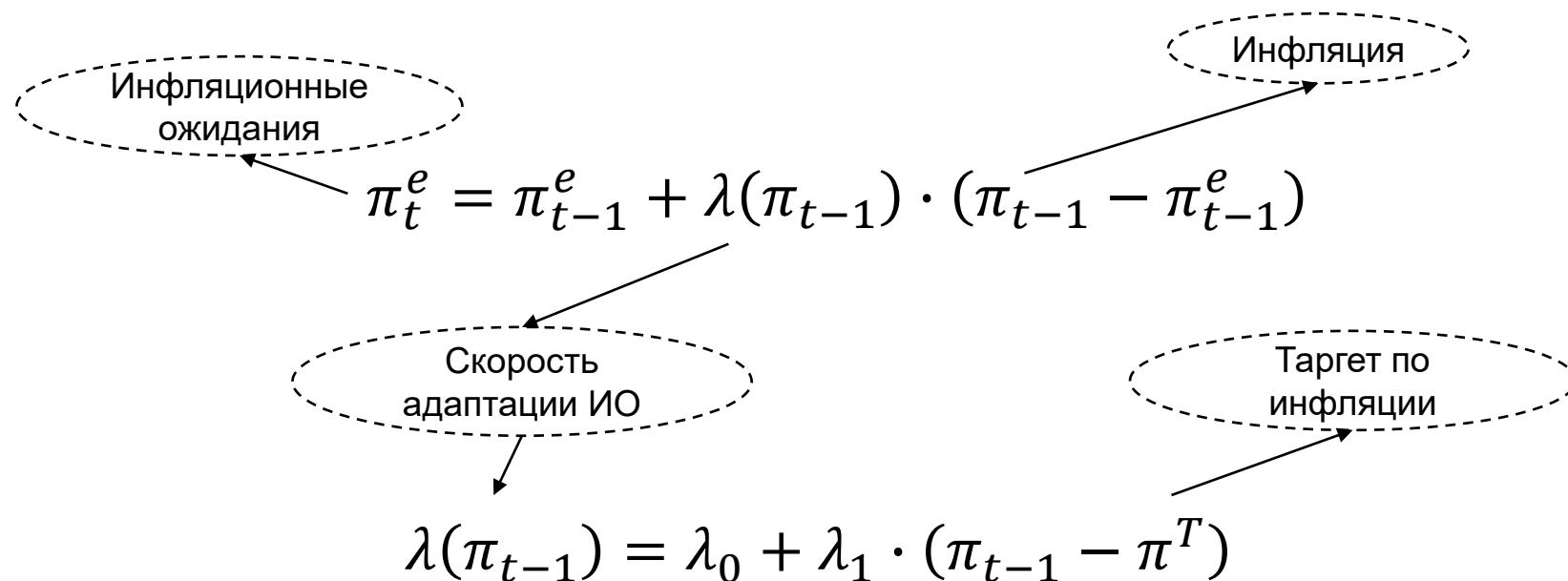
- при буме (положительный разрыв выпуска) инфляция растет быстро, т.к. фирмы более склонны повышать з/п и цены;
- при спаде (отрицательный разрыв выпуска) инфляция падает медленно, т.к. есть жесткость номинальных з/п.



Правило денежно-кредитной политики

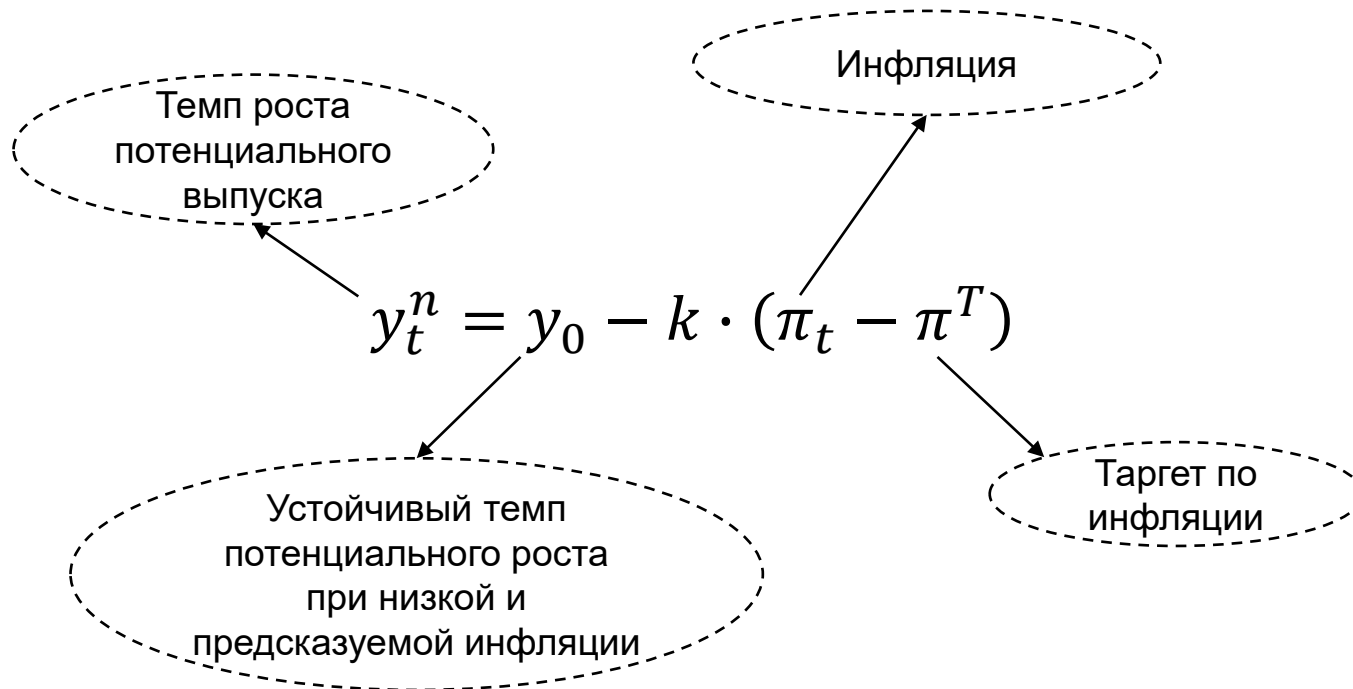


Инфляционные ожидания (ИО)



- ЦБ следует правилу Тейлора, **доверие к ЦБ высокое** => **ИО заякорены** ($\pi_t^e = 4\%$),
- ЦБ не всегда удерживает инфляцию вблизи цели, **доверие к ЦБ снижается** => **ИО разъякориваются**
- **доверие к ЦБ низкое**, экономические агенты экстраполируют прошлую инфляцию в ожидаемую => **ИО – абсолютно адаптивные**
- **доверие к ЦБ утрачено**, экономические агенты принимают финансовые решения, закладываясь на еще более высокую инфляцию в будущем по сравнению с текущей => **ИО – гиперадаптивные**

Потенциальный выпуск



- Существенное **отклонение инфляции** вверх от цели оказывает **негативное влияние на** темпы роста **потенциального ВВП**.
- Чем сильнее инфляция отклоняется от цели вверх, тем выше **растут неопределенность, транзакционные издержки, деградация и снижение эффективности использования факторов производства**.



Банк России

СЦЕНАРИИ

Сценарии

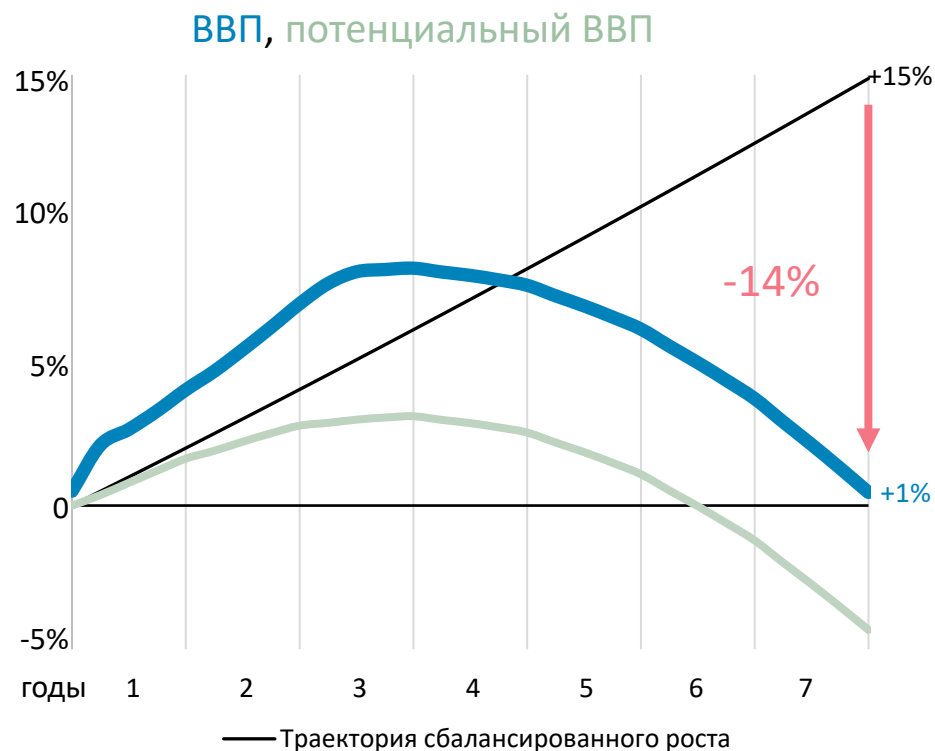
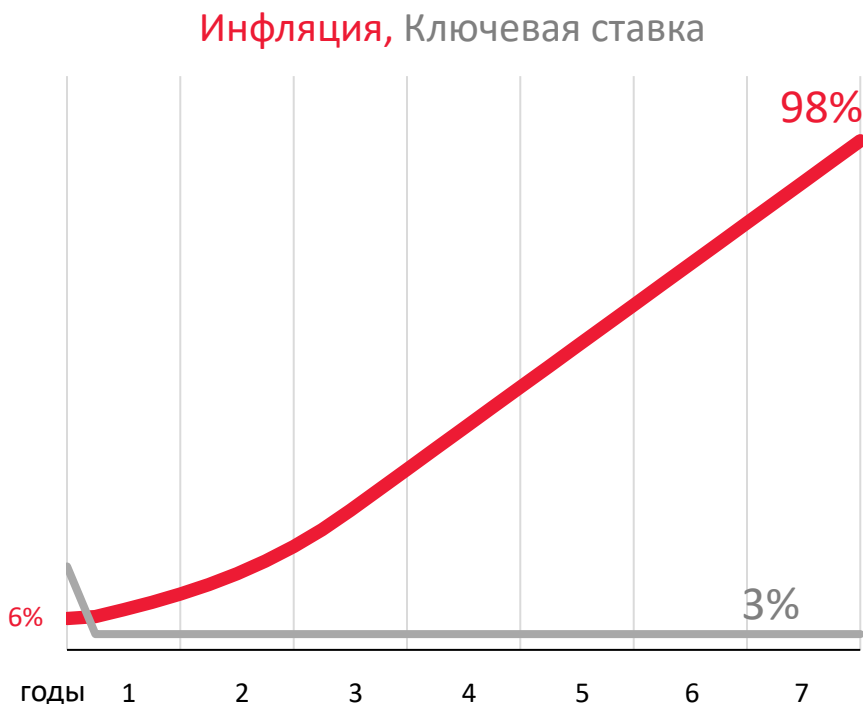
Допустим, что:

- центральный банк придерживался политики таргетирования инфляции в периоде «0»;
- в периоде «0»:
 - инфляция = 6%,
 - наблюдается умеренный перегрев спроса,
 - ключевая ставка = 16%.
- с периода «1» решил снизить процентную ставку для того, чтобы увеличить ВВП;
- с точки зрения баланса среднесрочных рисков для инфляции политика с периода «1» является избыточно мягкой.

Сценарий 1. ЦБ снижает ключевую ставку до 3%

Центральный банк для стимулирования экономики снижает ключевую ставку до 3% и сохраняет ее на этом уровне, несмотря на высокие темпы инфляции.

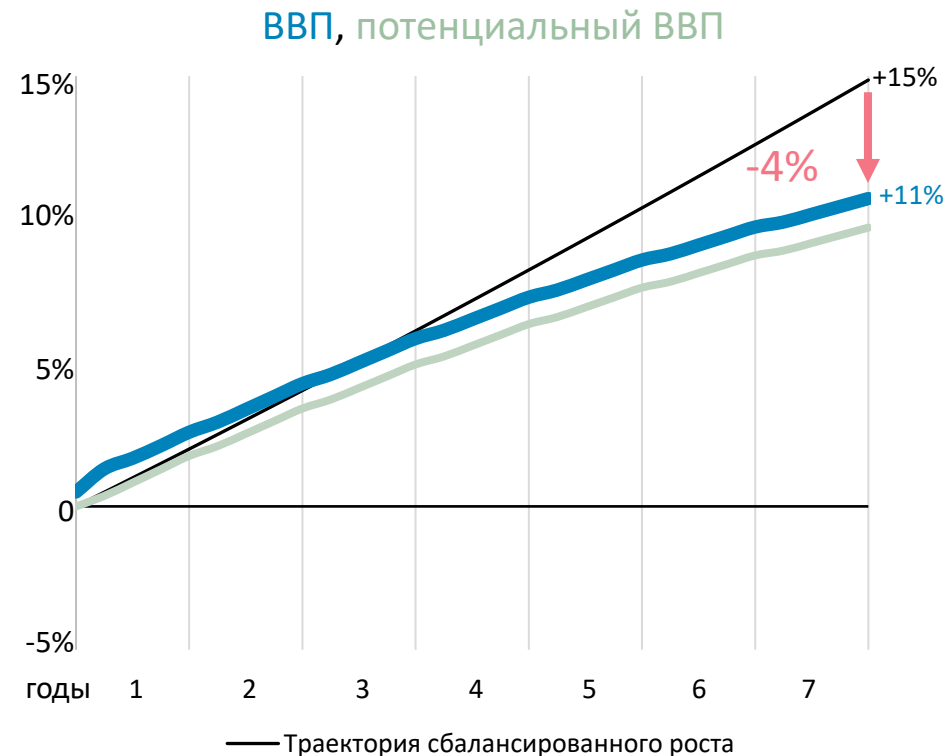
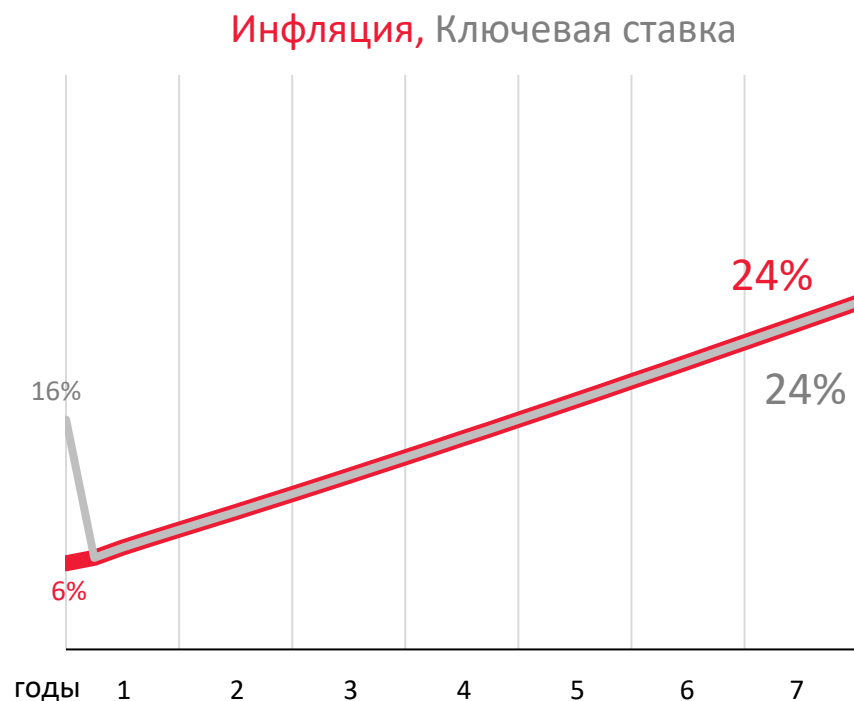
За 7 лет экономика теряет 14% прироста ВВП, потенциальные производственные возможности экономики значительно снижаются.



Сценарий 2. ЦБ устанавливает ключевую ставку на уровне фактической инфляции

Центральный банк для дополнительного стимулирования экономики снижает ключевую ставку до уровня инфляции (до 6%), а дальше изменяет ее так же, как меняется годовая инфляция.

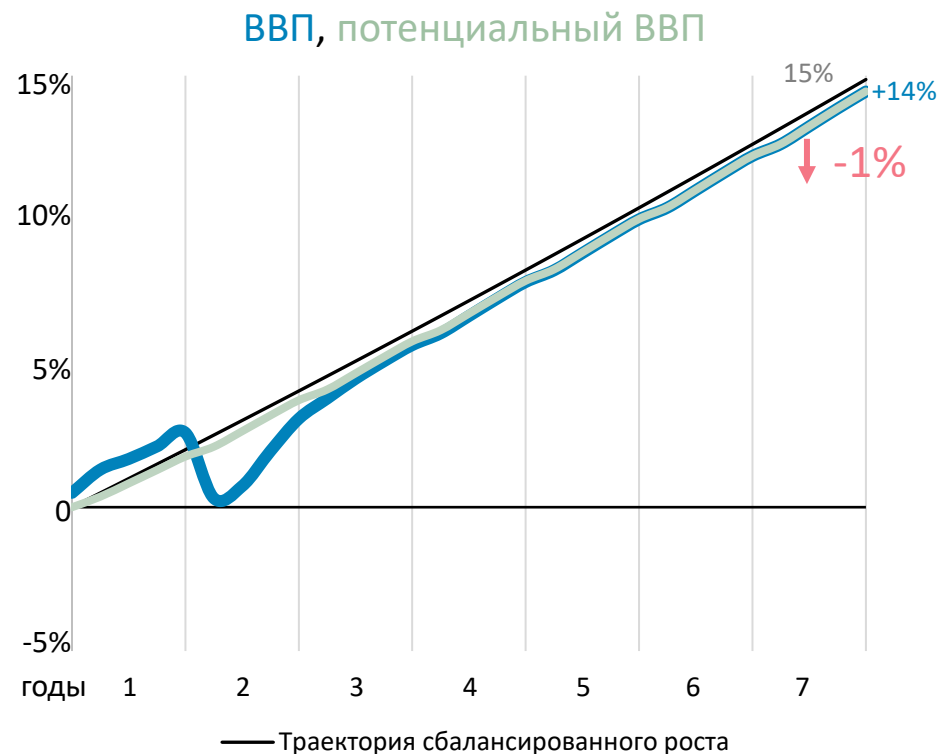
За 7 лет экономика теряет 4% прироста ВВП, стимул незначительно влияет на выпуск только в первый год.



Сценарий 3. ЦБ устанавливает ставку на текущем уровне инфляции, но через 1 год возвращается к таргетированию инфляции

Центральный банк следует логике Сценария 2. Но через год из-за явного ускорения инфляции и опасности развития инфляционной спирали, сворачивает стимулирующие меры.

ВВП незначительно увеличивается в первый год, но за ним следует ощутимый спад в экономике. За 7 лет экономика теряет 1% прироста ВВП.



Открытая экономика?

Результаты расчетов и качественные выводы остаются актуальными и для открытой экономики



Выводы

- Денежно-кредитная политика влияет на долгосрочный экономический рост через поддержание ценовой стабильности и доверия к национальной валюте.
- Доверие экономических агентов к национальной валюте - основа современных денежных систем.
- В долгосрочной перспективе необоснованно мягкая денежно-кредитная политика может приводить к ухудшению роста ВВП вплоть до затяжной рецессии.



Банк России

ПРИЛОЖЕНИЕ

Основные показатели

	через 3 года				через 7 лет			
	Базовый	КС=3% Сценарий 1	КС=инфл. Сценарий 2	↻ через 1 г. Сценарий 3	Базовый	КС=3% Сценарий 1	КС=инфл. Сценарий 2	↻ через 1 г. Сценарий 3
ВВП:								
Суммарный прирост	+6%	+8%	+6%	+6%	+15%	+1%	+11%	+14%
Прирост в среднем за год	+2,0%	+2,7%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+0,1%	+1,6%	2,0%
Инфляция в конце периода	4%	35%	13%	5%	4%	98%	24%	4%
Ключевая ставка, годовых	8%	3%	13%	10%	8%	3%	24%	8%