



ПРЕЗИДЕНТСКАЯ  
АКАДЕМИЯ

# МЕЖДУНАРОДНЫЕ АСПЕКТЫ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ

Павел Трунин, д.э.н., директор Центра изучения проблем ЦБ РАНХиГС

Москва, 17.11.2023

2023

РАНХиГС

# Актуальные факторы реальной нейтральной ставки процента (NRI) в России

Традиционные факторы, оказывающие понижающее давление на NRI	Факторы, оказывающие повышающее давление на NRI в текущих условиях
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Рост ожидаемой продолжительности жизни и коэффициента демографической нагрузки (Okazaki, 2018)</li> <li>2. Сниженные темпы экономического роста и темпы роста факторной производительности (Rachel, 2015)</li> <li>3. Углубление национального финансового рынка, повышение доступности финансовых инструментов (Magud, 2012)</li> <li>4. Сохранение социального неравенства (Stefański, 2018)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Высокая премия за страновой риск (по аналогии с (Holston, 2017))</li> <li>2. Усиление ограничений трансграничного движения капитала (приводит к препятствию конвергенции NRI с развитыми странами) (по аналогии с (Carrillo, 2017))</li> <li>3. Рост величины и стоимости обслуживания государственного долга (по аналогии с (Reinhart, Rogoff, 2012)), стимулирующая фискальная политика.</li> <li>4. Ужесточение ДКП стран-эмитентов резервных валют (по аналогии с (Holston, 2017))</li> <li>5. Снижение уровня сбережений при повышении склонности к инвестированию (по аналогии с (Krugman, 1998))</li> </ol>

Условиями конвергенции NRI разных стран являются (1) отсутствие ограничений трансграничного движения капитала, (2) схожие драйверы потенциального выпуска (Clarida, 2018). Значимость этих факторов в текущих условиях снизилась.

# Обсуждение оценок NRI для России

- Расчет NRI для стран с формирующимися рынками осложнен отсутствием продолжительного периода успешного таргетирования инфляции и проблемой частых структурных сдвигов в экономике; возникает необходимость учитывать *внешние шоки*.
- Если оценка LR NRI находится в диапазоне 2-3%, а целевой уровень инфляции составляет 4%, то уровень номинальных ставок процента 6-7% при прочих равных обеспечивает отсутствие как повышательного, так и понижательного давления денежно-кредитной политики на разрыв выпуска и отклонение инфляции от цели.
- Однако поскольку SR NRI может значительно отклоняться от LR NRI, на практике принимаемые властями и агентами решения с учетом имеющихся оценок LR NRI могут быть неоптимальны.
- Текущий рост оценки SR NRI до 6–7% требует повышения ставки монетарной политики для достижения цели по инфляции.

## ДКП стран ЕАЭС и глобальный финансовый цикл

- Денежно-кредитная политика в малой открытой экономике может быть независимой при одновременно высокой мобильности финансового капитала и режиме плавающего валютного курса. Более современные исследования утверждают, что и при плавающем курсе процентные ставки будут подчиняться глобальному финансовому циклу.
- Банк России, перешедший к режиму инфляционного таргетирования, проводит независимую денежно-кредитную политику. При этом определяющей роли глобального финансового цикла в динамике ключевой ставки Банк России на периоде 2013-2021 гг. не обнаружено, первоочередными были региональные тренды.
- Оценки зависимости процентных ставок в странах ЕАЭС на периоде с 2013 до 2021 гг. показали, что
  - устойчивой зависимости процентных ставок в странах ЕАЭС от мировых процентных ставок (и в частности, ставок США и прочих показателей монетарной политики ФРС) нет;
  - ужесточение политики США может привести к незначительному росту ставок в России, Армении и Казахстане, однако этот эффект не будет продолжительным;
- В нынешних условиях жестких внешних и внутренних ограничений на финансовую мобильность в России (и более мягких, но всё же присутствующих ограничений на мобильность капитала в Беларуси) можно ожидать роста независимости российской ДКП от мировых процентных ставок.

# ДКП стран ЕАЭС и глобальный финансовый цикл

- Глобальные шоки цен на сырьевые ресурсы оказывают схожее влияние на все экономики ЕАЭС, независимо от того, являются ли они экспортёрами или импортёрами этих ресурсов.
- Рост ресурсных цен приводит к укреплению курса национальной валюты, снижению инфляционного давления, смягчению денежно-кредитной политики и общему подъёму промышленного производства.
- Благоприятные последствия роста ресурсных цен для экспортёров (России и Казахстана) оказывают более сильное воздействие на страны-импортёры, чем непосредственный негативный эффект роста издержек покупки энергоносителей. Важную роль в этом механизме играют
  - трансграничные эффекты от улучшения экономической ситуации и смягчения ДКП в России
  - увеличение взаимной торговли
  - рост денежных поступлений
  - укрепление валютных курсов указанных стран-импортёров по отношению к доллару США
  - пониженный инфляционный фон и возможности для центральных банков также смягчить ДКП усиливающиеся в условиях экономической интеграции (в рамках торговых соглашений и увеличения роли национальных валют во взаимных расчётах)
- В условия санкций, масштабного падения российской экспортной выручки ослабление рубля способствует падению курсов валют стран-членов ЕАЭС, формируя инфляционное давление и предпосылки для ужесточения монетарной политики

# Вопросы координации ДКП стран-членов ЕАЭС

- ДКП Банка России потенциально оказывает влияние на направленность монетарной политики стран-членов ЕАЭС, поскольку Россия является наиболее крупной экономикой региона.
  - Оценки на данных за период 2013-2021 гг. между ставками центральных банков Армении, Беларуси и России обнаружены устойчивые тренды – при повышении ключевой ставки Банка России наблюдается увеличение ставок в этих странах на постоянной основе.
  - При этом ставка рефинансирования в Армении вырастет в меньшей степени, а в Беларуси будет наблюдаться полный перенос.
- Направленность монетарной политики регуляторов стран-членов ЕАЭС также зависит от действия глобальных факторов. Одним из значимых каналов влияния глобальных шоков на экономику стран-членов ЕАЭС является канал потоков капитала.
- Взаимные потоки капитала между странами-членами ЕАЭС оказывают слабое влияние на координацию монетарной политики между странами-членами ЕАЭС, учитывая относительно низкую мобильность капитала
  - Дифференциал процентных ставок не является ключевым фактором, объясняющим динамику кросс-курсов национальных валют стран-членов ЕАЭС. Это может свидетельствовать о низкой степени взаимной мобильности капитала.
  - Значимое влияние взаимных потоков капитала стран друг на друга присутствует для «ядра» ЕАЭС: Россия—Беларусь—Казахстан.
  - Рост взаимных потоков ПИИ способствует синхронизации деловых циклов в странах-членах ЕАЭС. При этом увеличение взаимных трансграничных переводов физических лиц сопряжено с рассинхронизацией деловых циклов.
- Санкционное давление против России будет способствовать процессам финансовой интеграции стран членов ЕАЭС, росту взаимных капитальных потоков, доли расчетов в национальных валютах, степени координации ДКП стран-членов ЕАЭС