



Банк России



# ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2023 ГОД И ПЕРИОД 2024 И 2025 ГОДОВ

Проект от 11 августа 2022 года

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 11.08.2022.

Документ подготовлен по статистическим данным на 21.07.2022.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 21.07.2022.

В случае выхода статистики или иной важной информации после даты отсечения она может быть включена в текст документа.

Электронная версия документа размещена в разделе [«Издания Банка России/Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики»](http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/) на сайте Банка России ([http://www.cbr.ru/about\\_br/publ/ondkp/](http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/)).

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

# ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ .....	7
2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2021 ГОДА И В 2022 ГОДУ.....	36
3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2022 – 2025 ГОДАХ .....	45
3.1. Базовый сценарий.....	48
3.2. Альтернативные сценарии.....	53
4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2022 И 2023 – 2025 ГОДАХ .....	64
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	73
Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики.....	73
Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России.....	94
Приложение 3. Немонетарные факторы инфляции в 2022 году: влияние санкций .....	99
Приложение 4. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели за период 2017 – 2021 годов.....	104
Приложение 5. Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов.....	107
Приложение 6. Проведение Банком России мониторинга предприятий и использование его результатов для целей денежно-кредитной политики .....	111
Приложение 7. Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику.....	115
Приложение 8. Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления .....	122
Приложение 9. Денежная программа.....	135
Приложение 10. Календарь решений по ключевой ставке в 2023 году .....	137
Приложение 11. Макроэкономическая и банковская статистика.....	138
Приложение 12. Статистика применения инструментов денежно-кредитной политики .....	147
ГЛОССАРИЙ .....	150
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	155

## Перечень врезок

Врезка 1. Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% .....	27
Врезка 2. Нейтральная процентная ставка .....	29
Врезка 3. Ограничения на движение капитала и таргетирование инфляции .....	32
Врезка 4. Основные факторы, влияющие на реализацию денежно-кредитной политики .....	42
Врезка 5. Бюджетная политика в 2022 – 2025 годах .....	60
Врезка 6. Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов) .....	62
Врезка 7. Программы льготного кредитования .....	86
Врезка 8. Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике .....	89
Врезка 9. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям .....	91

## ВВЕДЕНИЕ

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики Банк России ежегодно раскрывает цели и подходы к проведению денежно-кредитной политики, свой взгляд на текущее состояние экономики и прогнозы ее развития в среднесрочной перспективе.

В начале 2022 года ситуация в российской экономике существенно изменилась. Ряд стран ввели беспрецедентные по масштабу санкции в отношении российского реального и финансового секторов. Они существенно затруднили международную логистику и расчеты, ограничили импорт зарубежных и экспорт отечественных товаров и услуг. Кроме того, некоторые международные компании приостановили деятельность на территории страны. Введение санкций и существенный рост неопределенности привели к увеличению волатильности на финансовом рынке, росту рисков для финансовой стабильности, увеличению инфляционных и девальвационных ожиданий. Для стабилизации ситуации Банк России, Правительство Российской Федерации и другие государственные органы приняли комплекс мер. Они включали повышение ключевой ставки Банком России до 20% годовых, введение контроля за движением капитала, приостановку торгов на Московской Бирже, существенные регуляторные послабления для банков, меры по поддержке заемщиков. Эти меры позволили ограничить риски для финансовой стабильности, поддержать устойчивость банковского сектора и в целом стабилизировать ситуацию. Уже к апрелю острая фаза кризиса была пройдена. Однако полноценная подстройка экономики к введенным ограничениям требует времени.

Основная задача в ближайшие годы – создать условия для успешной трансформации экономики. Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России будет вносить свой вклад в создание таких условий через обеспечение ценовой стабильности. Низкая и стабильная инфляция при прочих равных условиях даст возможность компаниям и населению лучше планировать свою деятельность, будет способствовать повышению доступности долгового и долевого финансирования и защитит доходы граждан от значимого и непредсказуемого обесценения.

Стратегия таргетирования инфляции не потеряла своей актуальности и по-прежнему является лучшим выбором для денежно-кредитной политики. Гибкость такой стратегии позволит обеспечить ценовую стабильность и поддержать адаптацию российской экономики к новым условиям. В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России продолжает следовать ранее объявленным основным принципам денежно-кредитной политики. Они показали свою эффективность в экстраординарных условиях 2022 года.

Цель денежно-кредитной политики остается неизменной – поддерживать годовую инфляцию вблизи 4% постоянно. При этом в 2022–2023 годах будут происходить трансформация экономики и подстройка относительных цен по широкому кругу товаров и услуг. В этот период инфляция временно останется на повышенном уровне.

Денежно-кредитная политика будет направлена на ее постепенное снижение. Однако этот процесс потребует больше времени, чем обычно, учитывая необходимость адаптации экономики к новым условиям.

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России, как и прежде, воздействует на спрос и цены с помощью ключевой ставки и сигнала о дальнейших решениях по ней. Резкое изменение внешних и внутренних условий привело к снижению эффективности передачи решений по ключевой ставке и сигнала в экономику. Однако по мере того как экономика начала адаптироваться к введенным ограничениям, эффективность трансмиссии восстанавливалась. Этот процесс продолжится.

Решения по денежно-кредитной политике влияют на динамику цен не сразу, а со временем, поэтому решения по ключевой ставке принимаются на основе макроэкономического прогноза. С учетом введения ограничений на движение капитала Банк России скорректировал модельный аппарат, который используется для подготовки прогноза.

Чтобы воздействие денежно-кредитной политики на экономику было эффективным, Банк России следует режиму плавающего валютного курса. В условиях ограничений на движение капитала курс рубля определяется преимущественно спросом и предложением экспортеров и импортеров на валютном рынке. Меры по контролю за движением капитала являются мерами политики по поддержанию стабильности финансового сектора. Банк России продолжит их постепенное смягчение.

Вклад в стабилизацию ситуации вносит информационная открытость. Оперативное и полное раскрытие информации Банком России о проводимой денежно-кредитной политике помогает формировать более предсказуемую экономическую среду, что особенно важно в период существенного изменения экономической ситуации.

Дальнейшее развитие событий в российской экономике характеризуется существенной неопределенностью. Она связана как с внутренней подстройкой экономики к новым условиям, так и с внешними событиями. Продолжительность и глубина спада в экономике в ближайшие годы будут во многом зависеть от того, насколько быстро компании смогут перестроить логистические и производственные цепочки, освоить новые рынки сбыта и найти новых поставщиков, будут ли развиты компенсирующие технологии и каким образом подстроится рынок труда. В базовом сценарии Банк России предполагает, что введенные ограничения сохранятся на прогнозном горизонте. Процесс подстройки экономики к ним может занять до полутора лет. В это время совокупный выпуск, в том числе потенциальный, будет сокращаться, цены будут обладать повышенной гибкостью, а инфляция временно будет более высокой. Затем, по мере перехода экономики в новое равновесие, экономическая активность начнет восстанавливаться. Темпы роста экономики будут небольшими, но за пределами прогнозного горизонта они могут ускориться за счет формирования в экономике новых производственных взаимосвязей, повышения квалификации рабочей силы и эффективности использования капитала, ввода новых средств производства в эксплуатацию. Годовая инфляция снизится до 5–7% в 2023 году и вернется к цели вблизи 4% в 2024 году. Этому будет способствовать в том числе проводимая Банком России денежно-кредитная политика. По оценкам Банка России, постепенное снижение инфляции к цели потребует поддержания ключевой ставки в диапазоне 6,5–8,5% годовых в

среднем в 2023 году и 6–7% годовых в среднем в 2024 году. По мере ослабления инфляционного давления Банк России будет снижать ключевую ставку, возвращая ее в долгосрочный нейтральный диапазон 5–6% годовых.

Вместе с тем процесс подстройки российской экономики может происходить как быстрее, так и медленнее, чем в базовом сценарии. Банк России рассматривает возможные варианты развития ситуации в альтернативных сценариях. Основные риски для базового сценария связаны с ухудшением геополитического фона и ситуации в мировой экономике в целом. Устойчивое сохранение инфляции на более высоком уровне в крупнейших экономиках может потребовать более резкого и существенного ужесточения денежно-кредитной политики центральными банками этих стран. Это, в свою очередь, может повлечь за собой продолжительную рецессию и снижение мирового спроса, в том числе на товары российского экспорта. Одновременно с реализацией дополнительных геополитических рисков и введением новых санкций такая ситуация может привести к более сильному экономическому спаду и потерям потенциала роста российской экономики. Реализация данных рисков, по оценкам Банка России, приведет к более высокой инфляции на прогнозном горизонте и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием. При этом возвращение инфляции к цели займет больше времени. Помимо сценария с реализацией рисков, Банк России рассматривает и более благоприятное развитие ситуации. Так, бизнес может более быстро подстраиваться к изменившимся условиям: быстрее выстраивать новые логистические цепочки, каналы поставок оборудования и технологий. В этом случае восстановление экономической активности может начаться раньше, а темпы роста экономики будут выше. Инфляция снизится к цели чуть быстрее при более мягкой денежно-кредитной политике, чем в базовом сценарии.

Важным фактором, который будет влиять на экономику в любом из сценариев в предстоящие годы, является бюджетная политика. Из-за произошедших в 2022 году событий действие бюджетного правила было приостановлено, а Банк России лишился возможности проводить операции на валютном рынке в рамках операций Минфина России по выполнению бюджетного правила. В результате изменение цен на мировых сырьевых рынках стало сильнее влиять на волатильность курса рубля и экономику в целом. В настоящее время прорабатываются принципы нового бюджетного правила. От конфигурации бюджетного правила будет зависеть масштаб его контрциклического влияния на экономику. Банк России будет учитывать меры бюджетной политики при подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке.

При любых сценариях развития событий как в российской, так и в мировой экономике Банк России продолжит проводить денежно-кредитную политику исходя из своей основной функции, закрепленной в Конституции Российской Федерации: защита и обеспечение устойчивости рубля. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» эта функция реализуется посредством поддержания ценовой стабильности. Ценовая стабильность является необходимым условием трансформации и развития экономики.



Публикуемый документ имеет следующую структуру.

В **разделе 1** раскрываются цель и принципы денежно-кредитной политики Банка России, а также ее взаимодействие с другими видами государственной политики. В раздел включены три врезки: о выборе цели по инфляции вблизи 4%, о нейтральной процентной ставке в условиях масштабных изменений в экономике, о совместимости стратегии таргетирования инфляции с регулированием потоков капитала.

**Раздел 2** содержит ретроспективный взгляд на денежно-кредитную политику Банка России с конца 2021 года по настоящее время.

В **разделе 3** рассматриваются базовый и альтернативные прогнозные сценарии Банка России. Раздел дополнен врезками о бюджетной политике в 2022–2025 годах и о равновесном состоянии экономики.

**Раздел 4** традиционно содержит описание операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России: операционной цели и системы инструментов, факторов формирования и прогноза ликвидности банковского сектора.

В документ также включены приложения и врезки, посвященные как теоретическим аспектам денежно-кредитной политики с учетом российской специфики, так и наиболее актуальным экономическим вопросам.



# 1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: ЕЕ ЦЕЛЬ И ВКЛАД В ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ

**Защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации<sup>1</sup>. Согласно Федеральному закону «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста<sup>2</sup>. Ценовая стабильность означает устойчиво низкую инфляцию.**

В 2022 году российская экономика вступила в фазу масштабной структурной перестройки. Данная трансформация является следствием введения масштабных внешних торговых и финансовых ограничений со стороны ряда стран и будет происходить в течение нескольких лет. Ключевые изменения коснутся отраслевой структуры экономики, распределения рабочей силы, используемых технологий, логистических и производственных цепочек, рынков сбыта, объемов производства, цен (в том числе относительных). При этом российские компании уже начали перестраивать свои бизнес-модели и экономические связи, а население – потребительские привычки. Основная задача сейчас – создать такие условия, чтобы перестройка экономики прошла максимально быстро с минимальными потерями выпуска, в том числе потенциального<sup>3</sup>.

Одним из препятствий для восстановления экономической активности является существенно возросшая неопределенность, связанная как с внешнеэкономическими событиями, так и с внутренними процессами трансформации экономики. В такой ситуации важно как минимум создавать предсказуемую внутреннюю среду в виде четких, устойчивых ориентиров и понятных правил, соблюдение которых гарантировано. Это даст возможность бизнесу и населению лучше планировать свою деятельность. Для перестройки также требуются ресурсы, в том числе финансовые. В условиях ограничения внешнего финансирования на первый план выходят внутренние источники. С одной стороны, они должны приносить доход тем, кто их предоставляет, с другой – быть доступными для населения и бизнеса. Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России будет вносить вклад в создание этих необходимых для перестройки условий через обеспечение ценовой стабильности – низкой и стабильной инфляции.

Низкая и стабильная инфляция делает экономические условия в целом более предсказуемыми, позволяя компаниям и населению проще осуществлять финансовое и инвестиционное планирование. Она также способствует повышению доступности дол-

<sup>1</sup> Часть 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации.

<sup>2</sup> Статьи 3 и 34.1 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

<sup>3</sup> В терминах как его уровня, так и темпов прироста.

гового и долевого финансирования, снижая инфляционную премию, закладываемую банками в процентные ставки по кредитам. В результате они формируются на более низком уровне, уменьшается их волатильность (особенно долгосрочных ставок). Без низкой и стабильной инфляции невозможны стабильные и комфортные процентные ставки, поскольку инвесторы, в том числе банки, всегда стремятся получить доход от вложенных средств. Инвесторы с большей готовностью предоставляют финансовые ресурсы в экономике с предсказуемой макроэкономической средой, неотъемлемый элемент которой – ценовая стабильность.

Низкая и стабильная инфляция защищает доходы и сбережения граждан от значимого и непредсказуемого обесценения. В новых условиях, после подстройки относительных цен, сопровождающейся временным ускорением инфляции, необходимо вернуть инфляцию к стабильно низкому уровню. Это позволит не допустить значительного ухудшения качества жизни граждан и роста социального неравенства<sup>4</sup>. Низкая и стабильная инфляция – важное условие для поддержания покупательной способности рубля и внутреннего спроса.

Обеспечивая ценовую стабильность, денежно-кредитная политика создает важные, но не единственно необходимые условия для структурной перестройки экономики. Денежно-кредитная политика сама по себе не может компенсировать снижение потенциала экономики, которое с большой вероятностью произойдет на первоначальном этапе трансформации. Потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала, в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность и эффективность использования данных факторов, обеспечивая меньший циклический спад или перегрев в экономике. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики.

Попытки повысить потенциал экономики за счет установления слишком низкой ключевой ставки, не соответствующей макроэкономической ситуации, могут привести к долгосрочным негативным последствиям для ценовой стабильности и экономики в целом. В краткосрочном периоде импульс от такого необоснованного снижения ставки спровоцирует ускоренный рост кредитования и увеличение внутреннего спроса. В отсутствие возможностей для быстрого наращивания предложения для удовлетворения возросшего спроса производители будут увеличивать цены, инфляция ускорится. За ростом инфляции последует рост процентных ставок, что станет препятствием для инвестиций и трансформации экономики.

Для решения задачи расширения производственных возможностей экономики необходимы меры структурной, бюджетной политики, а также институциональные преобразования. Данные меры должны быть направлены на стимулирование частной инициативы, поддержку инновационной активности, поощрение развития компенсирующих и новых технологий, облегчение подстройки и повышение гибкости рынка труда (в том числе в рамках программ переподготовки и повышения квалификации рабочей силы), создание предсказуемых условий экономической деятельности. Эти

<sup>4</sup> Более подробно о влиянии инфляции на социальное неравенство см. в Приложении 3 к [ОНЕГДКП 2018–2020 гг.](http://www.cbr.ru/s/2502) (<http://www.cbr.ru/s/2502>).

меры в случае эффективной реализации могут обеспечить успешную трансформацию экономики, сопровождающуюся ее переходом в новое равновесие с последующим увеличением потенциальных темпов роста.

## ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Несмотря на существенное изменение экономических условий, основные принципы денежно-кредитной политики остаются неизменными. В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России по-прежнему придерживается следующих ключевых принципов денежно-кредитной политики:

- установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции;
- реализация денежно-кредитной политики в условиях плавающего валютного курса;
- применение ключевой ставки и коммуникации как основных инструментов денежно-кредитной политики;
- принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза;
- информационная открытость.

Следуя стратегии таргетирования инфляции, Банк России руководствуется лучшими практиками проведения денежно-кредитной политики в мире. В настоящее время данной стратегии де-юре и де-факто придерживаются 47 стран, на которые, по оценкам, приходится около 70% мирового ВВП (см. Приложение 8 [«Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления»](#)). При этом количество стран с формирующимися рынками, где центральные банки следуют стратегии таргетирования инфляции, постоянно растет.

Преимуществом стратегии таргетирования инфляции является ее гибкость. Реализация денежно-кредитной политики в рамках этой стратегии не предполагает достижения цели по инфляции любой ценой. Напротив, стремясь обеспечить низкую и стабильную инфляцию, денежно-кредитная политика минимизирует масштаб циклических колебаний выпуска, вносит вклад в повышение предсказуемости экономической среды и тем самым создает условия для сбалансированного роста экономики.

### Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции

Банк России задает постоянно действующую количественную цель по инфляции и объявляет ее, чтобы население, бизнес, участники финансового рынка могли учитывать ее при планировании своей деятельности и принятии решений. Банк России реализует денежно-кредитную политику для достижения установленной цели по инфляции.

В условиях высокой неопределенности Банк России сохраняет установленную ранее количественную цель по инфляции и ее формат. Целью денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно. По мере трансформации российской экономики, изменения ее структуры, снижения неопределенности Банк России будет оценивать соответствие выбранного уровня и формата цели новым условиям, в том числе в рамках Обзора денежно-кредитной политики (см. врезку 1 [«Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4%»](#)).

Формулировка «вблизи 4%» отражает допустимость небольших колебаний инфляции вокруг 4%. Эти колебания носят естественный характер и происходят из-за постоянной подстройки относительных цен. Цены на товары и услуги постоянно меняются под влиянием множества факторов. Денежно-кредитная политика является одним из таких факторов. В результате на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике темпов роста цен.

Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Темп прироста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Росстатом по России.

Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% постоянно. В случае действия на прогнозном горизонте факторов, которые могут привести к отклонению инфляции от цели, Банк России оценивает их причины и продолжительность возможного влияния на инфляцию и, исходя из этого, принимает решения о мерах денежно-кредитной политики. В ситуации отклонения инфляции от цели скорость возвращения к ней выбирается Банком России с учетом масштаба этого отклонения и влияния мер денежно-кредитной политики на экономическую активность. Кроме того, принимая такие решения, Банк России учитывает риски для финансовой стабильности.

В 2022–2023 годах будет наблюдаться повышенная гибкость цен, связанная с периодом наиболее существенных изменений в экономике: поиском компаниями новых поставщиков, развитием собственного производства комплектующих, перестройкой технологических процессов, изменением логистических и производственных цепочек, определением нового ассортимента товаров и ценовой политики. Подстройка относительных цен по широкому кругу товаров и услуг обусловит временный, но неизбежный период повышенной инфляции. Денежно-кредитная политика будет направлена на постепенное снижение годовой инфляции к цели. При этом такой процесс потребует больше времени, чем обычно, учитывая масштаб происходящих изменений в экономике. В базовом сценарии Банк России прогнозирует, что с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 5–7% в 2023 году и вернется к 4% в 2024 году (см. раздел 3 [«Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2022–2025 годах»](#)).

### Реализация денежно-кредитной политики в условиях плавающего валютного курса

Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется рыночными силами – балансом спроса и предложения иностранной валюты экономическими агентами на валютном рынке. Банк России не устанавливает каких-либо целевых ориентиров и ограничений по уровню курса или темпам его изменения и не проводит операций с иностранной валютой с целью влияния на динамику курса.

Плавающий валютный курс является необходимым условием эффективной реализации денежно-кредитной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции. Он позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки, а центральному банку – реализовывать независимую денежно-кредитную политику, усиливает ее спо-

способность сглаживать деловой цикл<sup>5</sup>. Результатом является более высокая эффективность денежно-кредитной политики в обеспечении низкой и стабильной инфляции.

Стабилизирующая роль плавающего курса для экономики, вовлеченной во внешнюю торговлю, прежде всего проявляется в том, что он, как правило, позволяет сокращать масштаб перегрева или спада экономической активности. Так, в случае ослабления национальной валюты происходит снижение цен на экспортируемые товары и услуги с точки зрения зарубежных покупателей<sup>6</sup>. Это поддерживает конкурентоспособность производимых внутри страны товаров и услуг на международном рынке, что позволяет компенсировать негативное изменение со стороны внешних условий. При этом с точки зрения внутреннего спроса (как потребительского, так и инвестиционного) при ослаблении национальной валюты импортируемые товары и услуги становятся дороже, что также поддерживает конкурентоспособность отечественной продукции на внутреннем рынке и стимулирует импортозамещение. В свою очередь укрепление национальной валюты носит такой же контрциклический характер для экономики, ограничивая риски ее «перегрева». Это происходит в том числе через повышение доступности импортных товаров и услуг для отечественных покупателей<sup>7</sup>. Таким образом, свободное курсообразование обеспечивает достаточную гибкость относительных цен, позволяя участникам экономики быстрее и с меньшими издержками реагировать на изменение внешних условий.

Большая независимость денежно-кредитной политики при плавающем валютном курсе проявляется в росте способности центрального банка поддерживать ценовую стабильность. Так, при регулировании курса валюты процентные ставки в экономике вследствие арбитража вынуждены следовать за глобальными процентными ставками. Напротив, в отсутствие необходимости таргетировать курс валюты центральный банк получает возможность корректировать денежно-кредитные условия в экономике за счет независимого установления процентных ставок на том уровне, который необходим для обеспечения низкой и стабильной инфляции. В свою очередь инфляционное давление, возникающее в случае курсовых изменений через эффект их переноса в потребительские цены, учитывается центральным банком при проведении денежно-кредитной политики.

В целом, поскольку валютный курс отражает состояние платежного баланса страны, подстраиваясь под объективные изменения во внешней торговле и финансовых потоках, его регулирование по аналогии с администрированием внутренних цен искажает рыночные принципы ценообразования. При стремлении поддерживать опре-

<sup>5</sup> В условиях плавающего курса российская экономика продемонстрировала большую устойчивость к внешним шокам: меньшее снижение ВВП в 2015 году вслед за падением мировых цен на нефть и усилением санкционного давления, а также в 2020 году из-за кризиса, вызванного пандемией COVID-19 в мире (по сравнению, например, с периодом глобального финансового кризиса 2008–2009 годов).

<sup>6</sup> Величина эффекта зависит от валюты внешнеторгового контракта. Поскольку в современных условиях распространена практика установления цен в основных резервных валютах мира, динамика курса национальной валюты оказывает несколько меньший контрциклический эффект для экономики в краткосрочном периоде. Это связано с тем, что курсовые колебания не приводят напрямую к изменению цен на экспортируемую продукцию с точки зрения иностранных контрагентов-покупателей, а значит, при прочих равных условиях не ведут к изменению спроса на нее. Тем не менее в целом для экспортеров-продавцов изменение курса валюты влияет на объем валютной выручки, выраженной в национальной валюте, что хоть и опосредованно, но оказывает влияние на объем потребительского и инвестиционного спроса в экономике с их стороны.

<sup>7</sup> Для России на текущем этапе это при прочих равных создает условия для стимулирования импорта товаров, необходимых для технологической перестройки экономики.



деленный уровень курса национальной валюты центральный банк сталкивается с необходимостью поиска кратко- и долгосрочного равновесия на валютном рынке. При этом в условиях многообразия его участников оно может быть более эффективно достигнуто только на основе их постоянного рыночного взаимодействия.

Кроме того, стремление удерживать номинальный курс на определенном уровне может не соответствовать динамике реального курса валюты, как правило, отражающей изменения в структуре экономики<sup>8</sup>. Поддержание номинального курса неизменным может создавать благоприятные условия для отдельных отраслей экономики, но лишь временно и за счет других ее секторов. Гибкое же курсообразование, напротив, позволяет уравновесить интересы различных участников экономической деятельности, способствуя диверсификации экономики и росту ее устойчивости, что особенно важно в периоды структурных экономических преобразований или повышенной неопределенности.

Вместе с тем страны – экспортеры природных ресурсов, экономическая активность в которых существенно зависит от конъюнктуры мировых товарных рынков (в том числе в России), для повышения макроэкономической устойчивости используют инструменты сглаживания влияния внешнего сырьевого цикла на внутренний деловой цикл, включая применение бюджетных правил. В России конструкция бюджетного правила с 2017 года подразумевала в том числе проведение Банком России операций на валютном рынке в связи с операциями Минфина России по накоплению (расходованию) Фонда национального благосостояния. Хотя бюджетное правило было направлено прежде всего на ограничение влияния сырьевого цикла на экономику и стабильность государственных финансов, механизм его реализации также обеспечивал снижение курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на нефть.

Учитывая блокировку валютных счетов Банка России в феврале 2022 года, Банк России не имеет возможности проводить операции с иностранной валютой на внутреннем валютном рынке в ключевых мировых резервных валютах в целях противодействия факторам финансовой нестабильности (такая возможность ранее предусматривалась). Это также означает приостановку действия отдельных положений бюджетного правила, что выступает дополнительным источником волатильности на валютном рынке. Поэтому для предотвращения реализации рисков для финансовой стабильности в конце февраля – начале марта 2022 года было ограничено свободное трансграничное движение капитала. Данная мера в совокупности с другими принятыми мерами позволила сохранить стабильность финансовой системы. По мере снижения рисков введенные ограничения смягчались. Сохраняющиеся ограничения на свободу движения капитала компенсируют эффект введенных внешних санкций, направленных на стимулирование вывода капитала зарубежных инвесторов из России и запрет на потенциальный приток капитала в будущем.

Несмотря на действие мер по контролю за движением капитала, курс рубля остается плавающим. В новых условиях его динамика определяется преимущественно балансом спроса импортеров на иностранную валюту и предложением иностранной валюты со стороны экспортеров. Теория и практика денежно-кредитной политики

<sup>8</sup> Так, например, в развивающейся экономике укрепление реального курса может происходить вследствие роста производительности труда в торгуемых секторах, приводя к росту относительных цен на неторгуемые товары (эффект Балассы – Самуэльсона). Хотя изменение относительных цен может носить и циклический характер, это лишь усложняет задачу по определению равновесного курса валюты для центрального банка.

в целом подтверждают, что временное использование ограничений на свободу движения капитала, чтобы купировать риски для финансовой стабильности, совместимо со стратегией таргетирования инфляции и режимом плавающего валютного курса (см. врезку 3 [«Ограничения на движение капитала и таргетирование инфляции»](#)).

Ограничения на свободу движения капитала являются исключительно инструментом политики по поддержанию финансовой стабильности. По мере снижения рисков для финансовой стабильности Банк России считает возможным дальнейшее смягчение данных ограничений. При этом Банк России учитывает тот факт, что часть ограничений на свободу движения капитала носит неэкономический и двусторонний характер. Соответственно, их смягчение возможно только на взаимной основе.

### Применение ключевой ставки и коммуникации как инструментов денежно-кредитной политики

**Основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России является ключевая ставка.** Ключевая ставка – это процентная ставка по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора<sup>9</sup>. Влияние ключевой ставки на динамику цен обеспечивается множеством разнообразных причинно-следственных связей. Комплекс этих связей называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики. Ключевая ставка Банка России влияет на рыночные процентные ставки, от которых зависит склонность экономических субъектов к потреблению, сбережению, инвестированию. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, который воздействует на динамику цен.

Для эффективного влияния ключевой ставки на уровень рыночных процентных ставок необходимо, чтобы на первом этапе трансмиссионного механизма однодневные ставки денежного рынка формировались вблизи ключевой ставки. Это является операционной целью денежно-кредитной политики Банка России. Для достижения операционной цели Банк России использует инструменты управления ликвидностью и коридор процентных ставок. В 2022 году система инструментов денежно-кредитной политики продемонстрировала свою эффективность и позволила в короткие сроки стабилизировать ситуацию: в условиях высокой волатильности денежных потоков Банк России смог в полной мере удовлетворить потребности банков в ликвидности и компенсировать воздействие внешних факторов (см. раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2022 и 2023–2025 годах»](#)).

В то же время введение санкций рядом стран в 2022 году, принимаемые антикризисные меры, подстройка к ним российской экономики привели к снижению эффективности трансмиссионного механизма. При этом ключевая ставка продолжила влиять на совокупный спрос и инфляцию. Временное снижение эффективности трансмиссионного механизма учитывалось Банком России при принятии решений по ключевой ставке. По мере адаптации экономики к введенным ограничениям и принятым мерам эффективность трансмиссионного механизма восстанавливалась. Этот процесс продолжится (см. Приложение 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики»](#)).

<sup>9</sup> Соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя (в рамках операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России, которая включает в себя и набор других операций).



Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на динамику спроса и цен не сразу, а со временем. По оценкам Банка России, для этого требуется три-шесть кварталов. Это означает, что Банк России на горизонте 1–1,5 года может обеспечить возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения. При этом Банк России выбирает траекторию возврата инфляции к цели в зависимости от складывающейся экономической ситуации. Так, с учетом необходимости структурной перестройки экономики после событий начала 2022 года снижение возросшей инфляции до целевого уровня займет более 1,5 года и произойдет только в 2024 году.

Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – восемь раз в год в соответствии с заранее утвержденным и опубликованным графиком (см. Приложение 10 [«Календарь решений по ключевой ставке в 2023 году»](#)). Резкое существенное изменение ситуации и рост неопределенности ее развития могут потребовать принятия оперативных решений по ключевой ставке<sup>10</sup>. В этом случае могут проводиться внеочередные заседания Совета директоров Банка России. По мере стабилизации ситуации решения по ключевой ставке принимаются в стандартном режиме. Принятие решений в соответствии с графиком важно для повышения их предсказуемости.

Учитывая растянутый во времени характер влияния мер денежно-кредитной политики на экономику, **Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций в экономике и факторов длительного действия**. Банк России изменяет ключевую ставку, если текущие тенденции указывают на продолжительное отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте или имеются факторы длительного действия, которые с высокой вероятностью приведут к такому продолжительному отклонению. Для оценки продолжительности действия факторов Банк России использует макроэкономический прогноз (см. пункт [«Принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза»](#)). Если текущее отклонение инфляции от цели связано с действием временных факторов и ожидается ее возвращение к целевому уровню на краткосрочном горизонте, использование мер денежно-кредитной политики не требуется. Изменение ключевой ставки в ответ на краткосрочные факторы может привести к ее отклонению в противоположную сторону, что не отвечает задаче сохранения годовой инфляции вблизи 4%.

В то же время краткосрочные факторы могут вызывать более продолжительное отклонение инфляции от цели, если их действие окажет влияние на инфляционные ожидания. Динамика инфляции в значительной степени определяется инфляционными ожиданиями, поскольку исходя из них экономические агенты принимают решения о покупках, определяют уровень заработной платы и цен. В условиях, когда инфляционные ожидания стабильны и привязаны к цели по инфляции, покупатели ограничивают покупки товаров в ответ на краткосрочное ускорение роста цен, так как уверены в замедлении инфляции и возвращении ее к цели. Они не берут дополнительные, избыточные кредиты и не спешат тратить сбережения, поскольку их ожидания относительно долгосрочной реальной процентной ставки остаются неизменными. Таким образом, при закоренных инфляционных ожиданиях повышение цен

<sup>10</sup> Например, в 2022 году из-за стремительного изменения внешних условий и высокой неопределенности подстройки к ним экономики Банк России в феврале – мае проводил дополнительные внеочередные заседания Совета директоров по ключевой ставке.

выступает фактором сдерживания спроса и тем самым ограничивает рост инфляции в ответ на действие временных проинфляционных факторов. Однако может наблюдаться и иная ситуация. В ответ на ускорение инфляции под влиянием краткосрочных факторов население может начать предъявлять повышенный спрос на товары, ожидая, что скоро они будут стоить дороже. Этот процесс может затронуть как изначально подорожавшие товары, так и другие, в том числе товары первой необходимости. Население может тратить накопления, ожидая снижения их покупательной способности. Ожидание более высокой инфляции и, соответственно, более низких процентных ставок в реальном выражении в будущем может подталкивать их привлекать новые кредиты на текущие покупки. В данных условиях производители могут решиться на существенное повышение цен на более широкий круг товаров и услуг. Инфляционное давление увеличится, а отклонение инфляции от цели станет более устойчивым. В результате может потребоваться применение мер денежно-кредитной политики<sup>11</sup>. При этом для возвращения инфляции к цели будет необходима более существенная реакция денежно-кредитной политики, чем происходящее ускорение инфляции.

**Изменяя ключевую ставку в ответ на отклонение инфляции от цели, центральный банк сглаживает экономический цикл (контрциклическая роль денежно-кредитной политики).** Для достижения цели по инфляции Банк России влияет на динамику спроса. В состоянии долгосрочного равновесия в экономике, то есть когда инфляция и инфляционные ожидания находятся вблизи цели, а выпуск – на уровне, близком к потенциалу, денежно-кредитная политика не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на спрос и экономику. Это означает, что центральный банк должен проводить нейтральную денежно-кредитную политику – поддерживать ключевую ставку на нейтральном уровне. Нейтральный уровень процентной ставки невозможно непосредственно измерить, а можно приблизительно оценить на основе наблюдаемых экономических показателей. При этом в период значимых изменений в экономике неопределенность оценок нейтральной процентной ставки возрастает.

Из-за изменившихся взаимосвязей с внешним миром подходы к оценке нейтральной процентной ставки Банка России изменились. В новых условиях нейтральная процентная ставка в большей степени определяется внутренними факторами, а внешние факторы (мировая нейтральная ставка, премия за риск) оказывают на нее опосредованное влияние. В настоящее время Банк России исходит из прежней оценки долгосрочной реальной нейтральной процентной ставки: 1–2%. При цели по инфляции вблизи 4% и инфляционных ожиданиях, закрепленных вблизи цели, это соответствует номинальной нейтральной процентной ставке 5–6% годовых. В период структурной перестройки экономики оценка уровня долгосрочной нейтральной процентной ставки связана с высокой неопределенностью. Есть факторы, которые могут действовать как в сторону ее повышения, так и в сторону ее снижения. Банк России будет оценивать воздействие этих факторов по мере накопления данных (см. врезку 2 [«Нейтральная процентная ставка»](#)).

<sup>11</sup> Так, в 2022 году в условиях роста волатильности на валютном рынке, ослабления рубля, введения внешнеторговых ограничений инфляционные ожидания населения и бизнеса резко возросли, что оказывало дополнительное давление на цены. Динамика инфляционных ожиданий была одним из факторов, который учитывал Банк России при принятии решений по ключевой ставке (см. раздел 2 [«Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2021 года и в 2022 году»](#)).

Понятие нейтральной ставки также связано с понятием нейтральной кривой доходности. В состоянии равновесия кривая доходности должна иметь нормальную, то есть возрастающую форму. Это означает, что долгосрочные процентные ставки в экономике будут выше краткосрочных, так как в долгосрочных процентных ставках участниками рынка учитываются дополнительные премии за срочность и риск. При этом при закреплённых вблизи цели инфляционных ожиданиях долгосрочные процентные ставки более стабильны и меньше реагируют на текущие изменения внешних и внутренних условий и изменения ключевой ставки, которая является краткосрочной по своей природе. Возрастающая форма кривой доходности в условиях нахождения экономики вблизи потенциала и инфляции у цели, а ключевой ставки – на нейтральном уровне отражает установление реальных процентных ставок на различные сроки на уровнях, которые формируют нейтральные денежно-кредитные условия в экономике.

В ситуации, когда темпы роста и уровень совокупного спроса начинают опережать производственные возможности экономики, происходит отклонение экономики вверх от потенциала. Для предотвращения ее перегрева и связанного с этим отклонения инфляции и инфляционных ожиданий вверх от цели необходимо временное повышение ключевой ставки выше ее нейтрального уровня. Ужесточение денежно-кредитной политики позволит снизить спрос, вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию – к цели<sup>12</sup>. И наоборот, если совокупный спрос оказывается меньше производственных возможностей экономики, реализуются риски отклонения экономики вниз от потенциала, а инфляции – вниз от цели. В этих условиях требуется временное снижение ключевой ставки ниже ее нейтрального уровня. Смягчение денежно-кредитной политики окажет необходимую поддержку совокупному спросу и обеспечит возвращение инфляции к цели<sup>13</sup>.

**Решение по ключевой ставке сопровождается объяснением логики его принятия, а также, как правило, дополняется сигналом о возможных дальнейших решениях по денежно-кредитной политике.** Сигнал является заявлением о намерениях, реализация которых обусловлена развитием экономической ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банка России. Сигнал имеет не менее важное значение, чем само решение по ключевой ставке, так как он оказывает влияние на ожидания участников рынка в отношении дальнейших действий центрального банка и на формирование кривой доходности и денежно-кредитных условий, которые согласуются с прогнозом Банка России.

Помимо сигнала, Банк России также публикует прогнозную траекторию ключевой ставки. Она публикуется как часть среднесрочного макроэкономического прогноза Банка России четыре раза в год. Прогнозная траектория ключевой ставки представлена в форме диапазонов средней ключевой ставки за каждый календарный год. При

<sup>12</sup> В 2021 году после снятия значительной части эпидемических ограничений и с учетом мер поддержки внутреннего спроса увеличивался. Однако расширение спроса опережало возможности по наращиванию выпуска. Компании сталкивались с нехваткой комплектующих, рабочей силы, проблемами в логистике. В результате инфляционное давление нарастало, усилились риски значительного и продолжительного отклонения инфляции вверх от цели. В этих условиях Банк России повышал ключевую ставку.

<sup>13</sup> В 2020 году глубокое падение глобальной и российской экономики в результате пандемии коронавируса создало риски отклонения инфляции вниз от цели на прогнозном горизонте. Для поддержки внутреннего спроса и стабилизации инфляции вблизи цели на прогнозном горизонте Банк России снижал ключевую ставку и проводил мягкую денежно-кредитную политику.

этом в течение года ключевая ставка может находиться как выше, так и ниже своего среднего за год уровня. Публикуемые диапазоны средней ключевой ставки не являются границами изменения ключевой ставки в течение года. Публикация прогнозной траектории ключевой ставки усиливает сигнал, оказывая дополнительное влияние на формирование ожиданий участников рынка и денежно-кредитные условия.

**Разъяснение Банком России принятых решений и объявление будущих намерений – важный инструмент управления инфляционными ожиданиями и привязки их к цели по инфляции.** Инфляционные ожидания влияют как на динамику инфляции, так и на процентные ставки в экономике. Привязка инфляционных ожиданий населения и бизнеса к цели по инфляции имеет большое значение для действенности мер, принимаемых центральным банком. Поэтому важную роль играет доверие участников экономических отношений к денежно-кредитной политике. Для формирования этого доверия необходимы как последовательная денежно-кредитная политика и успешное достижение цели по инфляции, так и понимание участниками экономических отношений политики центрального банка. С учетом этого Банк России уделяет большое внимание развитию информационной политики, а информационная открытость является одним из принципов проведения денежно-кредитной политики (см. пункт [«Информационная открытость»](#)).

### Принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза

Учитывая, что решения по денежно-кредитной политике влияют на динамику цен с лагом, для их принятия используется макроэкономический прогноз. Для разработки прогноза Банк России применяет современные макроэкономические модели. Ядро системы среднесрочного прогнозирования – это комплексные прогнозные модели, которые отражают ключевые взаимосвязи в экономике на макроуровне. Они служат основой для получения ключевых параметров среднесрочного макроэкономического прогноза. Эти параметры включают динамику инфляции и экономического роста, показателей денежно-кредитной сферы и платежного баланса. Данный модельный инструментарий позволяет рассчитывать сценарную траекторию изменения ключевой ставки. Помимо статистических данных, в качестве вводных параметров в моделях среднесрочного прогнозирования используются результаты краткосрочного прогнозирования, основанного на эконометрических моделях и экспертных суждениях. Для проверки согласованности прогнозов различных моделей между собой, а также для анализа отдельных актуальных вопросов применяются дополнительные («сателлитные») модели. Модельный аппарат Банка России постоянно совершенствуется в соответствии с последними научными разработками российских и зарубежных экспертов в области макроэкономики и количественных методов, а также лучшими практиками зарубежных центральных банков<sup>14</sup>. В условиях введения торговых и финансовых ограничений рядом стран, а также ограничений на свободу движения капитала в 2022 году Банк России оперативно внес изменения в модельный аппарат<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Подробнее о подготовке макроэкономического прогноза и модельном аппарате Банка России см. в подразделе [«Прогнозирование и модельный аппарат»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России ([https://www.cbr.ru/dkp/system\\_p/](https://www.cbr.ru/dkp/system_p/)).

<sup>15</sup> Подробнее см. во врезке «Адаптация квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала» в [Докладе о денежно-кредитной политике. Выпуск № 2 \(38\). Май 2022 года](#) ([http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022\\_02\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022_02_ddcp.pdf)).

**При подготовке макроэкономического прогноза Банк России проводит детальный анализ широкого круга информации.** В том числе Банк России анализирует актуальные статистические данные о состоянии российской экономики, ситуацию на мировых товарных и финансовых рынках, информацию об экономической политике в крупных зарубежных странах, возможные изменения в бюджетном, налоговом, социальном и иных направлениях экономической политики в России. На основе этого Банк России формирует предпосылки прогнозных сценариев – набор внешних и внутренних экономических факторов, которые могут оказывать значимое влияние на российскую экономику и динамику инфляции, а также оценивает инфляционные риски.

**При подготовке макроэкономического прогноза Банк России учитывает тот факт, что решения по денежно-кредитной политике всегда принимаются в условиях неполной определенности.** Факторами неопределенности выступают не только возможные перспективы развития экономической ситуации и предпосылки прогноза, но и новая информация о прошлом и текущем состоянии экономики. Неопределенность в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике также может быть связана с особенностями модельного инструментария, используемого для построения макроэкономического прогноза. Поэтому большое внимание Банк России уделяет обеспечению взвешенности принимаемых в области денежно-кредитной политики решений в условиях меняющейся экономической ситуации. Это проявляется, в частности, в использовании широкого модельного инструментария, а также в расчете различных сценариев развития ситуации в мировой и российской экономике. Такой подход позволяет Банку России оценивать надежность (или робастность) макроэкономического прогноза и принимаемого на его основе решения по денежно-кредитной политике.

В 2022 году в результате введенных санкций ожидается сокращение совокупного выпуска. При этом часть этого спада придется на снижение потенциального выпуска. Неопределенность относительного масштаба снижения потенциала, а также эффективности начавшихся процессов структурной перестройки потребует дополнительной осторожности при реализации денежно-кредитной политики.

**Банк России придерживается консервативного подхода при оценке баланса инфляционных рисков на прогнозном горизонте, придавая несколько большее значение проинфляционным факторам и рискам.** Это связано с характером инфляционных ожиданий в России. Хотя инфляционные ожидания профессиональных участников рынка в целом закреплены на цели, инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются чувствительными к действию краткосрочных проинфляционных факторов. Особенно сильно это может проявляться в период трансформации экономики и повышения неопределенности. При этом реакция инфляционных ожиданий на динамику цен асимметрична: население и предприятия в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на его замедление. В этих условиях недооценка проинфляционных факторов и рисков может привести к устойчивым и продолжительным отклонениям инфляции вверх от цели. Поэтому при формировании предпосылок прогноза Банк России уделяет дополнительное внимание тем факторам ценовой динамики, которые могут вызвать рост инфляции и инфляционных ожиданий. Это согласуется со стремлением Банка России принимать взвешенные (робастные) решения в области денежно-кредитной политики.



**Меры, принимаемые по другим направлениям внутренней экономической политики, меры экономической политики в крупнейших зарубежных странах, а также внешние торговые и финансовые ограничения являются важными факторами, которые учитывает Банк России при подготовке макроэкономического прогноза.** Кроме того, представители Банка России участвуют в работе комитетов, рабочих групп по различным направлениям государственной политики для обеспечения взаимного учета и согласованности мер, а также предоставляют экспертизу по экономическим вопросам. В 2022 году данное взаимодействие расширилось для преодоления последствий значимых внешнеэкономических изменений (см. пункт [«Взаимодействие денежно-кредитной политики с другими видами государственной политики»](#)).

### **Информационная открытость**

Понимание обществом проводимой денежно-кредитной политики и доверие к ней необходимы для ее эффективной реализации. Если граждане и бизнес уверены в способности и решимости центрального банка поддерживать ценовую стабильность постоянно, то в ответ на краткосрочные колебания цен или проявление проинфляционных либо дезинфляционных факторов они существенно не корректируют свои инфляционные ожидания. Понимание решений центрального банка и его информационных сигналов ведет к более быстрому и корректному их учету субъектами экономики в ожиданиях относительно уровня процентных ставок, принятии решений о заимствованиях, сбережениях, индексации заработной платы и цен. В результате повышается эффективность влияния денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию, снижаются масштаб и продолжительность отклонения инфляции от цели.

Для понимания и доверия необходимы как последовательная денежно-кредитная политика и стабильное достижение цели по инфляции, так и активное донесение до целевых аудиторий информации об инфляции, балансе рисков для ценовой стабильности и мерах денежно-кредитной политики.

Роль коммуникации центрального банка возрастает в период существенного изменения ситуации в экономике. В этих условиях оперативное информирование общества о принимаемых решениях в области денежно-кредитной политики, доступное объяснение происходящих экономических событий и их возможных последствий снижают неопределенность и вносят вклад в стабилизацию ситуации, влияя на поведение и ожидания населения, бизнеса и профессиональных участников рынка. Так, в 2022 году в дополнение к традиционным формам коммуникации на официальном сайте Банка России был создан раздел [«Меры защиты финансового рынка»](#), который оперативно обновлялся по мере принятия решений. В нем в том числе отражались вопросы денежно-кредитной политики и ответы на часто задаваемые вопросы. Кроме того, в конце февраля 2022 года Банк России ускорил запуск своего телеграм-канала.

**Банк России стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о целях, принципах, мерах и результатах денежно-кредитной политики, об оценке экономической ситуации и перспектив ее развития.** Цели и принципы денежно-кредитной политики ежегодно раскрываются в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. Банк России в день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке публикует пресс-релиз с анализом

факторов принятого решения и проводит пресс-конференцию Председателя Банка России, которая транслируется в прямом эфире<sup>16</sup>.

Кроме того, четыре раза в год (в феврале, апреле, июле и октябре) вместе с пресс-релизом о ключевой ставке публикуется среднесрочный макроэкономический прогноз. С той же периодичностью выпускается Доклад о денежно-кредитной политике, где подробно раскрываются оценка Банком России текущей экономической ситуации и среднесрочный прогноз, на основании которых принимаются решения о ключевой ставке.

На регулярной основе Банк России выпускает комментарии о [динамике инфляции](#) и [инфляционных ожиданий](#), об [основных макроэкономических трендах](#), о [ситуации на финансовых рынках](#), о результатах [мониторинга предприятий](#) (в том числе индикатор бизнес-климата), о [состоянии платежного баланса](#)<sup>17</sup>. Помимо оперативных материалов о текущей экономической ситуации, публикуются результаты различных [экономических исследований](#) на официальном сайте Банка России, а также аналитические статьи в специализированных экономических изданиях.

**Банк России работает над расширением охвата коммуникации по денежно-кредитной политике и повышением ее адресности, в том числе на региональном уровне.**

Для расширения охвата коммуникации Банк России активно развивает информационную политику в регионах. На официальном сайте Банка России публикуются [профили регионов](#)<sup>18</sup> – в них представлены общие характеристики и отраслевая структура экономики каждого региона, а также основные социально-экономические показатели. Анализ динамики потребительских цен публикуется для федеральных округов и отдельных регионов в форме информационно-аналитических комментариев. Перед каждым Советом директоров Банк России публикует доклад [«Региональная экономика: комментарии ГУ»](#)<sup>19</sup>. Данный материал готовят территориальные учреждения Банка России. Он содержит статистическую, опросную и аналитическую информацию об экономической ситуации в регионе. Эта информация принимается во внимание Советом директоров Банка России при обсуждении решения по ключевой ставке.

После каждого решения по ключевой ставке Банк России проводит серию встреч в регионах с представителями аналитического и научного сообщества, компаниями и банками. Аналогичные встречи проводятся и на федеральном уровне.

Информационная политика Банка России выстраивается с учетом особенностей и потребностей разной целевой аудитории. Банк России учитывает степень ее погруженности в вопросы денежно-кредитной политики и экономики в целом и для каждой аудитории выбирает наиболее подходящие каналы и инструменты донесения информации, степень сложности и подробности ее раскрытия, формат подачи. Особенно важна коммуникация для формирования ожиданий населения и нефинансового сектора, так как у этих групп, как правило, ниже стимулы и возможности для доступа

<sup>16</sup> В случае принятия внеочередных решений по ключевой ставке (вне публикуемого графика) пресс-конференция Председателя Банка России может не проводиться.

<sup>17</sup> Комментарии публикуются в подразделе [«Аналитика»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/dkp/analytic/>).

<sup>18</sup> [Профили регионов](#) публикуются на страницах территориальных учреждений Банка России ([http://www.cbr.ru/about\\_br/tubr/](http://www.cbr.ru/about_br/tubr/)).

<sup>19</sup> Доклад публикуется в подразделе [«Аналитика»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/dkp/analytic/>).



к специализированной экономической информации и ее анализа (в отличие от профессиональных участников финансовых рынков).

Банк России выпускает широкий спектр материалов (от публикаций исследовательского характера до познавательных видеороликов для самой широкой аудитории, в том числе школьников), использует как очные формы взаимодействия (участие в круглых столах, интервью в средствах массовой информации), так и дистанционные (участие в онлайн-конференциях, блоги в социальных сетях). Ориентируясь на широкую аудиторию, Банк России развивает свое присутствие в социальных сетях. На странице Банка России в YouTube публикуются интервью руководства Банка России, видеоматериалы о ситуации в экономике и решениях по денежно-кредитной политике, образовательные видеоролики. В своем [телеграм-канале](#) Банк России оперативно сообщает о решениях, новых материалах, размещаемых на официальном сайте, интервью и выступлениях руководства Банка России.

### **ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ С ДРУГИМИ ВИДАМИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОЛИТИКИ**

В соответствии с законодательством Банк России отвечает за несколько направлений экономической политики. Помимо денежно-кредитной политики, в их состав входят развитие и обеспечение стабильности функционирования банковского сектора, финансового рынка, национальной платежной системы. Взаимный учет и согласованность мер, принимаемых Банком России по всем направлениям деятельности, достигаются за счет их обсуждения на заседаниях Совета директоров Банка России. Кроме того, в работе профильных комитетов и рабочих групп внутри Банка России участвуют представители разных направлений деятельности Банка России. В условиях реализации рисков и значительного увеличения неопределенности в 2022 году координация мер по всем направлениям деятельности Банка России усилилась.

#### **Денежно-кредитная политика и политика по поддержанию устойчивости финансового сектора**

Банк России придерживается принципа разделения целей и инструментов денежно-кредитной политики и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора. Банк России, как правило, использует денежно-кредитную политику и ключевую ставку как основной инструмент для достижения цели по инфляции, а устойчивость финансового сектора обеспечивают другие механизмы. Прежде всего это регулирование кредитных и иных финансовых организаций (микропруденциальное регулирование), действия в сфере надзора, мероприятия по финансовому оздоровлению, которые отвечают за восстановление деятельности банков и финансовых организаций, утративших финансовую устойчивость, и направлены на сохранение средств вкладчиков и кредиторов. Эти меры дополняются мерами макропруденциальной политики, которая стремится предотвратить накопление избыточных рисков в отдельных сегментах финансовой системы, минимизировать вероятность кризисных явлений и их негативные экономические последствия и тем самым поддерживает стабильность финансовой системы в целом.

Устойчивость финансового сектора – необходимое условие для эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике. Только надежный финансовый сектор способен обеспечивать бесперебойное проведение платежей и транс-

формацию сбережений в инвестиции. Ограничение накопления системных рисков позволяет снизить вероятность возникновения финансовых кризисов, повысить определенность для участников финансового рынка. В случае неблагоприятного развития ситуации на финансовых рынках, в том числе под влиянием внешних факторов, меры по смягчению макропруденциальных требований позволяют финансовому сектору продолжать выполнять свои основные функции, а также снижать негативные эффекты для реального сектора<sup>20</sup>. Все это способствует повышению доверия к национальному финансовому сектору, его привлекательности для всех групп участников и в результате оказывает влияние на уровень премий за риск, глубину и ликвидность финансовых рынков, расширение и развитие финансового сектора.

Изменения в области микропруденциального регулирования в большинстве случаев воздействуют на долгосрочные и структурные аспекты деятельности финансовых организаций, поэтому решения о них принимаются независимо от решений в области денежно-кредитной политики, ориентированных на среднесрочную перспективу. Более того, изменения микропруденциального регулирования (в отличие от макропруденциального) обычно вводятся на постоянной основе и не зависят от фазы финансово-экономического цикла. С учетом этого они, как правило, не отражаются на условиях проведения денежно-кредитной политики. Однако в некоторых случаях меры микропруденциального регулирования могут влиять на деятельность участников финансового рынка и реализацию денежно-кредитной политики. Так, введение требований Базеля III в части капитала и ликвидности банков существенно сказалось на параметрах отдельных операций финансовых организаций. Банк России учитывает это при принятии решений о необходимости уточнения отдельных параметров операций денежно-кредитной политики.

Решения в области макропруденциальной политики в значительной степени связаны с циклическими колебаниями в экономике и на финансовых рынках, поэтому при принятии макропруденциальных мер учитывается влияние решений по денежно-кредитной политике на макроэкономические показатели. Меры макропруденциальной политики в свою очередь могут воздействовать на условия проведения денежно-кредитной политики, в том числе на динамику кредитования и процентные ставки в отдельных сегментах. Поэтому при принятии решений как в области макропруденциальной политики для ограничения системных рисков, так и в области денежно-кредитной политики Банк России учитывает их взаимное влияние. При этом Банк России не предполагает координации направленности между этими видами политики, сохраняя независимость в их проведении.

На условия проведения денежно-кредитной политики могут влиять и другие меры, связанные с обеспечением стабильного функционирования финансового сектора. Так, при проведении мероприятий по финансовому оздоровлению предоставление средств кредитным организациям ведет к изменению структурного баланса ликвидности банковского сектора. Банк России учитывает эти изменения при определении лимитов по операциям абсорбирования или предоставления ликвидности, тем самым

<sup>20</sup> В частности, в 2022 году в условиях беспрецедентного санкционного давления и роста волатильности на финансовом рынке Банк России принимал меры для поддержания финансовой стабильности, стабилизации ситуации на финансовом рынке и обеспечения непрерывности операционной деятельности финансовых организаций, в том числе были введены регуляторные послабления, расширен буфер капитала и отменены или снижены макропруденциальные надбавки. Это позволило стабилизировать ситуацию. Более подробно о принятых мерах можно прочитать [на сайте Банка России](http://cbr.ru/Content/Document/File/134865/plan_limit.pdf) ([http://cbr.ru/Content/Document/File/134865/plan\\_limit.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/134865/plan_limit.pdf)).

нивелируя их возможное влияние на операционную процедуру денежно-кредитной политики и денежно-кредитные условия.

В обычных условиях Банк России изменяет уровень ключевой ставки только в ответ на те макроэкономические изменения, которые влияют на инфляцию. При существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать ключевую ставку для стабилизации ситуации на финансовых рынках и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Используя ключевую ставку в этих целях, Банк России в том числе способствует стабилизации курсовых и инфляционных ожиданий экономических агентов, что является важным фактором обеспечения ценовой стабильности.

В феврале – марте 2022 года в условиях введения санкций, резкого роста волатильности на финансовых рынках и бегства вкладчиков Банк России принял комплекс мер для стабилизации ситуации: повышение ключевой ставки, меры по ограничению свободного движения капитала, регуляторные послабления, временное закрытие рынков, запрет на короткие продажи. Это помогло стабилизировать ситуацию, предотвратить панику кредиторов и вкладчиков, обеспечить бесперебойное функционирование финансового сектора. Стабилизация ситуации – результат не только принятых мер, но и многолетней работы в прошлом по повышению стабильности финансовой системы в целом, устойчивости финансовых институтов, созданию буферов капитала и ликвидности, выработке и следованию понятным принципам работы.

Банк России продолжит принимать меры по обеспечению устойчивости финансового сектора, что будет способствовать эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике в экономику и облегчит достижение цели по инфляции.

### **Денежно-кредитная политика и развитие финансового рынка**

Реализуемая Банком России совместно с Правительством Российской Федерации политика по развитию финансового рынка способствует повышению доступности финансирования для широкого круга субъектов экономики, создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Финансовый рынок является одним из основных звеньев в цепочке передачи сигнала от ключевой ставки в экономику. Чем больше объем и ликвидность финансового рынка, тем сильнее и быстрее изменение ключевой ставки отражается на динамике экономических показателей.

Значимое изменение внешних условий в 2022 году оказало влияние на финансовый рынок, внося коррективы в его развитие. На данном этапе в условиях отсутствия иностранных участников финансовый рынок стал менее ликвидным. Снизилась эффективность трансмиссии всех каналов, связанных с динамикой цен на финансовом рынке (см. Приложение 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики»](#)).

В дальнейшем финансовый рынок будет меняться, что повлияет на реализацию денежно-кредитной политики. Учитывая введенные ограничения, можно ожидать снижения привлекательности вложений в иностранные ценные бумаги и роста доли российских активов в сбережениях населения. В результате российский финансовый рынок, вероятно, будет играть важную роль в финансировании трансформации отечественной экономики, а эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке в экономику по каналам, связанным с финансовым рынком, может возрасти.

Перспективы финансового рынка и планируемые меры его развития будут отражены в проекте Основных направлений развития финансового рынка на 2023 год и период 2024–2025 годов, который разрабатывается Банком России совместно с Правительством Российской Федерации и будет опубликован осенью 2022 года. На данном этапе можно выделить следующие факторы, которые, вероятно, окажут воздействие на финансовый рынок и денежно-кредитную политику в среднесрочной перспективе:

- Изменение пропорций и роли секторов финансового рынка, изменение конкурентных условий в связи с обострением проблемы консолидации банковского сектора.
- Настройка регулирования различных секторов финансового рынка, в том числе уточнение регуляторных требований к участникам финансового рынка, задействованным в финансировании трансформационных проектов.
- Создание новых инструментов долгосрочного инвестирования и развитие сектора институциональных инвестиций. Создание нового типа индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) для поощрения долгосрочных инвестиций в ценные бумаги и финансовые инструменты.
- Переориентация внешнеэкономических и торговых связей на рынки других стран, что потребует подстройки бизнес-моделей участников рынка. Уточнение подходов Правительства Российской Федерации к налоговому стимулированию на финансовом рынке с учетом текущих ограничений.
- Продолжающаяся цифровизация финансового рынка, в том числе планируемый Банком России запуск цифрового рубля, подключение более широкого круга пользователей к Системе быстрых платежей, развитие открытых API, ускорение и повышение доступности финансовых транзакций. В 2022 году Банк России принял решение ускорить запуск цифрового рубля. Масштаб влияния цифрового рубля на финансовую систему, экономику в целом и денежно-кредитную политику будет зависеть от изменения спроса экономических агентов на существующие формы денег в пользу цифрового рубля (см. Приложение 7 [«Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику»](#)).
- Введение в периметр регулирования и развития альтернативных форм финансовых услуг, в том числе партнерского финансирования.

### **Денежно-кредитная политика и бюджетная политика**

Бюджетная политика оказывает значительное влияние на условия реализации денежно-кредитной политики: ликвидность банковского сектора, совокупный спрос, структуру экономики и динамику цен товаров и услуг. Характер и особенности этого воздействия зависят от подходов к формированию бюджета, от структуры бюджетных расходов, их результативности и распределения во времени.

Существенное смягчение бюджетной политики может создавать проинфляционное давление в экономике, а бюджетная консолидация, напротив, оказывает дезинфляционное влияние. Для ограничения рисков отклонения инфляции от цели, а экономики от траектории сбалансированного роста требуется своевременная и соразмерная реакция со стороны денежно-кредитной политики. В то же время государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут вносить вклад в расширение производственного потенциала экономики и изменение ее структуры. В этом случае ускорение экономического роста не будет формировать по-

вышательного давления на инфляцию и реакции со стороны денежно-кредитной политики не требуется.

Влияние на ценовую динамику могут оказывать меры налоговой политики. Изменение косвенных налогов, как правило, ведет к разовой подстройке цен и не требует реакции со стороны денежно-кредитной политики. Однако если инфляционные ожидания реагируют на изменения в налоговой политике, то может потребоваться отклик со стороны денежно-кредитной политики для ограничения рисков отклонения инфляции от цели.

В целом ответственная и сбалансированная бюджетная политика – одно из необходимых условий успешного обеспечения ценовой стабильности. Сбалансированная бюджетная политика обеспечивается за счет в том числе бюджетного правила. Его наличие снижает неопределенность в экономике и создает большую макроэкономическую стабильность, в том числе способствует ценовой стабильности. В странах, богатых природными ресурсами, бюджетное правило позволяет ограничить влияние сырьевого цикла на экономику, оказывая стабилизирующее влияние на динамику совокупного спроса и инфляции. Это достигается за счет привязки расходов бюджета к доходам, сформированным при определенном равновесном уровне сырьевой конъюнктуры, а также через механизм формирования резервов. Накопленные в период высоких цен на сырье средства могут быть направлены на поддержку совокупного спроса в период низких цен и снижения доходов. Это позволяет смягчить прохождение экономикой кризисного периода (как, например, в период пандемии коронавируса). Менее зависимый от внешнеэкономической конъюнктуры и более стабильный совокупный спрос в экономике – благоприятное условие для реализации денежно-кредитной политики. Кроме того, применение бюджетного правила снижает колебания реального эффективного курса из-за изменения конъюнктуры сырьевого рынка. Это способствует повышению конкурентоспособности отечественных товаров и формированию в стране условий для развития производства в несырьевых секторах. Наконец, бюджетное правило является ключевым элементом стабильности государственных финансов и призвано не допускать образования избыточного государственного долга со стороны правительства. Устойчивость сферы государственных финансов важна для стабильности долгосрочных процентных ставок в экономике, а также эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В связи с событиями 2022 года действие отдельных положений бюджетного правила в России было приостановлено. Из-за блокировки валютных счетов Банка России в ключевых мировых резервных валютах Банк России лишился возможности проводить операции на валютном рынке в связи с операциями Минфина России по выполнению бюджетного правила. В результате возросло влияние изменения конъюнктуры сырьевых рынков на волатильность курса рубля и экономику в целом. Банк России поддерживает выработку новых принципов бюджетного правила с учетом изменившихся условий (см. врезку 5 [«Бюджетная политика в 2022–2025 годах»](#)). Это позволит восстановить его стабилизирующее влияние на внутренний спрос и государственные финансы, что облегчит достижение цели денежно-кредитной политики. Накопление дополнительных бюджетных доходов возможно в национальной валюте и валютах дружественных стран. От конфигурации модифицированного бюджетного правила будет зависеть его влияние на экономику, динамику цен и, соответственно, параметры денежно-кредитной политики. Банк России будет определять параметры



денежно-кредитной политики с учетом принимаемых решений в области бюджетной политики.

Аналогично тому, как Банк России учитывает решения в области бюджетной политики при реализации денежно-кредитной политики, Минфин России и Минэкономразвития России также учитывают цель по инфляции и влияние денежно-кредитной политики на экономику и динамику цен при подготовке проекта федерального бюджета и прогноза социально-экономического развития. Взаимный учет мер денежно-кредитной и бюджетной политики достигается за счет постоянного взаимодействия Банка России с Минфином России и Минэкономразвития России. В частности, проводятся регулярные совместные совещания для взаимной сверки оценок и факторов, влияющих на динамику основных макроэкономических показателей, обсуждения предпосылок и сценариев макроэкономического прогноза. При этом важную роль в повышении доверия к денежно-кредитной и бюджетной политике играет непротиворечивость коммуникации по смежным вопросам.

В целом применение бюджетного правила одновременно с реализацией денежно-кредитной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции обеспечивает синергетический эффект. Их совместный вклад в обеспечение стабильности спроса и цен и поддержание сбалансированности бюджетной сферы выше, чем в ситуации, когда только один из названных элементов является частью экономической политики страны.

#### **Денежно-кредитная политика и другие виды государственной политики**

Органы государственной власти вносят свой вклад в поддержание ценовой стабильности. Прежде всего это меры по снижению влияния немонетарных факторов на динамику цен, принимаемые федеральными и региональными органами. Немонетарные факторы – это несистематические изменения предложения и спроса, которые определяются разовыми событиями и являются автономными от денежно-кредитной политики, проводимой Банком России (неурожай, перебои в поставках товаров, ограничения на ввоз продуктов питания по фитосанитарным причинам, эпизоды ажиотажного спроса и так далее). Под воздействием указанных факторов инфляция может заметно колебаться. При этом их влияние на динамику цен может как исчерпываться в краткосрочный период, так и иметь более продолжительный характер. В частности, они могут негативно отражаться на инфляционных ожиданиях, приводить к возникновению вторичных эффектов и длительному периоду высокой инфляции.

Для нивелирования негативного влияния немонетарных факторов на инфляцию применяются различные группы инструментов, которые условно можно разделить на постоянно действующие механизмы и ситуативные меры. В первую группу входят регулирование цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний; таможенно-тарифные механизмы; программы, нацеленные на повышение эффективности экономики и развитие конкуренции; полномочия органов власти по контролю за ценами на социально значимые товары при возникновении определенных условий.

При ухудшении внешних условий функционирования экономики могут применяться инструменты второй группы – временного действия. В настоящее время важное значение приобретают меры, принимаемые для поддержки перестройки российской экономики в условиях санкций. Они, в частности, ослабят возникшее проинфляционное давление на стороне предложения, связанное с сокращением выпуска и нарастанием затрат. К ним относятся меры по облегчению ведения бизнеса, в том числе

оптимизация административной нагрузки на бизнес, упрощение таможенных, сертификационных, транспортных процедур, ускорение цифровизации. Поддержку бизнесу также окажут легализация параллельного импорта и программы льготного кредитования отдельных отраслей. В особых обстоятельствах кратковременного дезинфляционного эффекта можно добиться при установлении предельных цен или торговых надбавок в отдельных сегментах рынка.

Однако прямое административное вмешательство в установление цен на длительном горизонте может вести к снижению предложения товаров, подпадающих под ценовое регулирование, сворачиванию инвестиций производителями и ухудшению потребительских настроений. В связи с этим Банк России внимательно наблюдает за фактическими и планируемыми изменениями в этой области и обсуждает вопросы их влияния с представителями бизнеса, финансового сообщества и органов власти. На региональном уровне ведется регулярное взаимодействие территориальных учреждений Банка России с местными органами власти. Банк России будет оценивать влияние принимаемых мер на экономику, учитывать их при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике.

### **ВРЕЗКА 1. ПОЧЕМУ БАНК РОССИИ СТРЕМИТСЯ ПОДДЕРЖИВАТЬ ИНФЛЯЦИЮ ВБЛИЗИ 4%**

Успешность режима таргетирования инфляции во многом зависит от того, насколько последователен центральный банк в достижении выбранной цели по инфляции. Практика таргетирования инфляции в мире за последние более чем 30 лет свидетельствует о том, что частая корректировка цели по инфляции или частые либо продолжительные периоды отклонения инфляции от цели могут усиливать неопределенность экономических условий для населения, предприятий, участников финансового рынка и снижать доверие к проводимой денежно-кредитной политике. Соответственно, центральные банки, как правило, весьма обстоятельно подходят к выбору целевого ориентира по инфляции и его формата.

Переходя в 2015 году к режиму таргетирования инфляции, Банк России сформулировал целью денежно-кредитной политики снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе и ее дальнейшее поддержание вблизи этого уровня. Подобный ориентир Банк России выбрал с учетом существовавших на тот момент особенностей ценообразования и структуры российской экономики, а также обширного опыта таргетирования инфляции в мире. Цель по инфляции вблизи 4% – это несколько выше, чем в странах с развитыми рыночными механизмами, многолетним опытом сохранения ценовой стабильности, высоким доверием к монетарным властям и низкими инфляционными ожиданиями. В таких странах цель по инфляции обычно устанавливается на уровне от 1 до 3%. Банк России оценивал, что постоянное поддержание инфляции в России вблизи этих значений мерами денежно-кредитной политики сильно затруднено из-за высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий большого количества экономических агентов на фоне продолжительной высокой инфляции предыдущих десятилетий; недостаточной развитости рыночных механизмов и невысокой отраслевой диверсификации экономики.

Кроме указанных факторов, на выбор в пользу 4% повлияла необходимость минимизировать риски возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров. Так, с учетом особенностей структуры российской экономики изменение цен на различные



группы товаров происходит неравномерно, а в потребительской корзине довольно высока доля товаров и услуг, цены на которые могут сильно колебаться. Поэтому Банк России предполагал, что при общем уровне инфляции существенно ниже 4% мог возникать риск продолжительного снижения цен (дефляции) на рынках различных групп товаров. Дефляция, охватывающая широкий круг товаров, может привести к таким же негативным последствиям, как высокая инфляция, поскольку в ожидании снижения цен потребители будут склонны откладывать потребление на будущее, а производители – откладывать инвестиции и даже сокращать производство. Снижение внутреннего спроса в свою очередь окажет дополнительное понижающее давление на цены, раскручивая дефляционную спираль. Поэтому, чтобы выравнивание относительных цен не привело к дефляционным явлениям, Банк России с некоторым запасом установил целевой показатель прироста общего индекса потребительских цен.

В 2021 году Банк России приступил к проведению [Обзора денежно-кредитной политики](#), чтобы комплексно оценить первые итоги таргетирования инфляции в России и степень соответствия действующих параметров денежно-кредитной политики (в том числе выбранного уровня цели по инфляции) меняющимся условиям. Изначально Банк России предполагал завершить необходимые аналитические работы и подвести итоги Обзора денежно-кредитной политики к середине 2022 года. Однако кардинальное изменение внешних условий для российской экономики в начале 2022 года фундаментальным образом повлияло на условия проведения денежно-кредитной политики в России, требуя дополнительных исследований перед принятием Банком России решений о параметрах денежно-кредитной политики по итогам Обзора денежно-кредитной политики. С учетом этого регулятор перенес сроки завершения Обзора денежно-кредитной политики с 2022 на 2023 год. Банк России, в частности, оценит, сложились ли условия для снижения цели по инфляции в российской экономике – в том числе учитывая начавшийся процесс ее структурной перестройки. По итогам Обзора денежно-кредитной политики Банк России примет взвешенное решение о формате цели по инфляции, включая ее уровень и сохраняя безоговорочную приверженность мандату по ценовой стабильности и стратегии таргетирования инфляции.

\*\*\*

В 2021–2022 годах произошло значительное отклонение годовой инфляции вверх от цели. В базовом сценарии Банк России прогнозирует, что в 2023 году с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 5–7%, в 2024 году – вернется к цели вблизи 4%.

Хотя меры денежно-кредитной политики Банка России способны вернуть инфляцию к цели в течение 1–1,5 года (на горизонте влияния денежно-кредитной политики), в текущих условиях этот процесс займет больше времени. В базовом сценарии плавное возвращение годовой инфляции к цели в 2024 году отражает учет Банком России действия широкого круга факторов, часть из которых находится вне сферы влияния денежно-кредитной политики. С одной стороны, Банк России учитывает то, что в активную фазу структурной перестройки экономики в 2022–2023 годах будет происходить подстройка относительных цен по широкому кругу товаров и услуг, отражая адаптацию населения и бизнеса к новым условиям. С другой стороны, Банк России исходит из того, что быстрое возвращение годовой инфляции с текущих высоких уровней к цели было бы возможно только за счет чрезмерного роста волатильности выпуска и увеличения рисков последующего отклонения инфляции вниз от цели. Поэтому прогнозируемая среднесрочная траектория инфляции, по оценкам Банка России, позволит одновременно уменьшить колебания делового цикла и устойчиво стабилизировать инфляцию вблизи 4% на среднесрочном горизонте.

## ВРЕЗКА 2. НЕЙТРАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

В современной макроэкономике нейтральная процентная ставка<sup>1</sup> – это уровень ставки, который соответствует состоянию полной занятости в экономике (выпуск равен потенциальному, а безработица – своему «естественному» уровню) при инфляции, устойчиво находящейся на целевом уровне. Номинальная нейтральная ставка равна сумме реальной нейтральной ставки и ожидаемой инфляции. При инфляционных ожиданиях, заякоренных на цели, ожидаемая инфляция совпадает с целью центрального банка.

Нейтральную ставку рассматривают как ориентир, относительно которого следует оценивать направленность денежно-кредитной политики, и как ориентир среднего уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени<sup>2</sup>.

Реальная нейтральная ставка определяется структурой экономики, уровнем рисков инвестиций в финансовые и нефинансовые активы и готовностью экономических агентов принимать эти риски. В частности, можно отметить следующие важные факторы.

**1. Темп роста совокупной производительности факторов производства.** Чем он выше, тем выше нейтральная ставка, так как при прочих равных фирмы активнее инвестируют и, следовательно, готовы больше платить за привлечение дополнительного капитала.

**2. Демография.** Состав населения и динамика его численности – как в целом, так и для отдельных возрастных групп – влияют на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и норму сбережений. Так, при увеличении доли средних возрастов с более высокой нормой сбережений в структуре населения нейтральная ставка будет снижаться.

**3. Степень развития финансового сектора и его регулирование.** Более развитые банковский сектор и рынки капитала способствуют увеличению нормы сбережений в экономике и, соответственно, снижению уровня нейтральной ставки. Этому же способствует удлинение горизонта планирования экономических агентов, которое повышает значимость будущего по сравнению с настоящим, тем самым стимулируя увеличивать сбережения из-за роста предложения финансового капитала.

**4. Уровень нейтральной ставки в других экономиках.** В открытой экономике со свободным движением капитала нейтральная ставка будет сопоставима с нейтральной ставкой на мировом финансовом рынке (внешней ставкой) с поправкой на страновую премию за риск и премию за волатильность инфляции. Страновая премия характеризует различия

<sup>1</sup> Понятие «нейтральная ставка процента» впервые употребил шведский экономист Кнут Викассель в 1898 году. Он определил нейтральную ставку как уровень реальной ставки процента, при которой спрос на капитал равен его предложению. Другими словами, это ставка процента, равная предельной производительности капитала. Викассель также рассуждал, что изменение текущих ставок процента в экономике относительно их нейтрального уровня может влиять на темпы роста цен. Почти через 100 лет после публикации Викасселя, по мере все большего перехода стран к режиму таргетирования инфляции, придуманная им концепция нейтральной ставки заняла определенное место в экономической дискуссии.

<sup>2</sup> Экономисты различают долгосрочную (*longer-run neutral rate, trend interest rate*) и краткосрочную (*shorter-run neutral rate*) нейтральные ставки. Здесь мы ограничиваемся обсуждением долгосрочной нейтральной ставки, которая определяется структурными факторами. Краткосрочная нейтральная ставка колеблется вокруг долгосрочной нейтральной в зависимости от влияния циклических факторов – например, внешних условий, текущей деловой активности, мер бюджетной политики. На краткосрочную нейтральную ставку также влияют степень заякоренности инфляционных ожиданий на уровне цели по инфляции и другие факторы. О текущей направленности денежно-кредитной политики корректно рассуждать именно относительно краткосрочной нейтральной ставки. Количественно рассчитать краткосрочную нейтральную ставку весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем российская, и центральные банки такие количественные оценки не озвучивают (см., например, Brainard L. *What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy?*/Remarks delivered at the Detroit Economic Club. Detroit, Michigan. 2018). Но при принятии решений по денежно-кредитной политике центральный банк учитывает, в какую сторону и насколько значимо краткосрочная нейтральная ставка отклоняется от долгосрочной сейчас и как она будет меняться в будущем.

в степени восприятия экономическими агентами суверенных кредитных рисков, а также предсказуемости экономических условий в данной стране относительно ключевых экономик, условия в которых определяют уровень мировой нейтральной ставки.

В то же время **нейтральная ставка – ненаблюдаемая величина, поэтому ее невозможно непосредственно измерить, а можно лишь приблизительно оценить на основе набора наблюдаемых экономических показателей и их динамики.**

Одна группа методов оценки основана на использовании макроэкономических моделей, которые опираются на структурные взаимосвязи ключевых экономических переменных (выпуск, инфляция, ставка, обменный курс) и на основе их прошлой динамики дают интервал оценок для ненаблюдаемых величин, в том числе для нейтральной ставки. Для получения этими методами надежных оценок требуется наличие длинных рядов данных (20–30 лет) по исследуемой экономике и отсутствие существенных изменений в структуре экономики или в режиме денежно-кредитной политики.

Другая группа методов опирается на уже упомянутую взаимосвязь нейтральной ставки в открытой экономике с нейтральной ставкой в ключевых экономиках. При этом данные методы грубее и оценивают восприятие финансовыми инвесторами (с учетом рисков) процентных ставок в конкретной стране по сравнению со ставками в ключевых экономиках. То есть данные методы по сути определяют привлекательность финансовых активов в национальной валюте. В таких оценках явным образом не могут быть учтены индивидуальные особенности экономики страны, поэтому по ним лишь весьма опосредованно можно судить о связи между ставками, инфляцией и экономическим ростом. Соответственно, при их использовании итоговая оценка во многом определяется суждениями о характере и масштабе страновой премии по отношению к мировой нейтральной ставке. К этому добавляется неопределенность оценок нейтральной ставки для ключевых экономик, которые используются в качестве базы для расчета.

Диапазон полученных оценок долгосрочной нейтральной ставки может быть довольно широким. Причем для стран с формирующимися рынками (СФР) доверительные интервалы шире, чем для стран с развитыми экономиками, – как из-за меньшей доступности длинных рядов данных, так и из-за большей подвижности внутренней макроэкономической среды и страновых риск-премий. В работе (Ruch, 2021<sup>3</sup>) показано, что **неопределенность относительно уровня нейтральной ставки для СФР в среднем в два раза выше, чем для стран с развитой экономикой** (стандартное отклонения для СФР оценено примерно в 1,4 п.п., для стран с развитой экономикой – в 0,6 п.п.). Кроме того, в работе отмечается, что **границы неопределенности оценок нейтральной ставки для СФР – экспортеров ресурсов примерно на 40% шире, чем для СФР – импортеров ресурсов.**

**В период масштабных изменений в экономике неопределенность относительно оценок нейтральной ставки возрастает многократно.** Во время пандемии COVID-19 центральные банки некоторых стран перестали обновлять оценки нейтральной ставки, отмечая существенность влияния происходящих шоков на потенциальный ВВП и невозможность надежных оценок в условиях повышенной волатильности<sup>4</sup>. Другие центральные банки указывают на расширение доверительных интервалов и приблизительность публикуемых сегодня оценок. В ряде работ<sup>5</sup> отмечается, что в период больших структурных изменений оценка нейтральной ставки может быть неинформативным показателем для оценки на-

<sup>3</sup> Ruch U. F. *Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021*

<sup>4</sup> Например, *Федеральный резервный банк Нью-Йорка* указывает, что обновление оценок нейтральной ставки по методологии Laubach-Williams и Laubach-Holston-Williams приостановлено с 30 ноября 2020 года.

<sup>5</sup> См. например, Brazil, *Neutral interest rates: phantoms worth chasing? / Article / ING Think.*

правленности денежно-кредитной политики: стандартные данные по инфляции и финансовым условиям в банках могут больше сказать о том, в какой фазе находится экономика.

В большинстве опубликованных до 2022 года исследований количественные оценки уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для России близки к интервалу от 1 до 3%. Например, Крепцев и др. (2016)<sup>6</sup> – 1,0–3,2% (различные модели), IMF (2019)<sup>7</sup> – 1–3% (различные модели), Isakov (2019)<sup>8</sup> – 1,5–2,5% (различные параметры). В работе Дробышевского и др. (2021)<sup>9</sup> заключается, что нейтральная ставка для России с 5% в 2016 году последовательно снижалась и достигла уровня 1% в 2020 году.

Работа Поршакова, Синякова (2019)<sup>10</sup> представляет собой исследование по определению диапазона оценок нейтральной ставки в российской экономике в соответствии с широким набором подходов к оценке как структурными, так и эконометрическими методами. Полученные результаты говорят о том, что оценки равновесной реальной ставки в России по строгим определениям имеют большие доверительные интервалы и высокую чувствительность к различным параметрам моделей (полученные значения расположены в диапазоне от отрицательных до положительных).

В новых условиях оценка нейтральной ставки на основе прежних моделей и подходов становится затруднительной из-за изменившихся взаимосвязей с внешним миром, включая внешние санкции, наложенные на финансовый сектор, и введенных ответных ограничений на движение капитала. При ограничениях на движение капитала глобальные факторы в оценке нейтральной ставки играют меньшую роль, и оценивать нейтральную ставку следует в большей степени исходя из внутренних факторов. В новых условиях нейтральная ставка процента для российской экономики во многом определяется потенциальным темпом экономического роста, на который влияют скорость накопления факторов производства и рост их производительности и скорость технологического прогресса. Влияние мировой нейтральной ставки и страновой премии за риск остается, но становится более опосредованным.

**В настоящее время Банк России исходит из прежней оценки долгосрочной реальной нейтральной ставки 1–2%. При целевом уровне годовой инфляции 4% и инфляционных ожиданиях, закоренных на цели, это соответствует нейтральной процентной ставке 5–6% годовых.**

Важно заметить, что и этот диапазон является частью более широкого доверительного интервала оценок нейтральной ставки. Более того, в период структурной перестройки экономики оценка уровня долгосрочной нейтральной ставки связана с дополнительной неопределенностью. Есть факторы, которые могут действовать как в сторону ее повышения, так и в сторону снижения. Банк России будет оценивать совокупное воздействие факторов по мере накопления данных.

<sup>6</sup> Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России/Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 13. 2016.

<sup>7</sup> International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019 Article IV Consultation.

<sup>8</sup> Isakov A., Latypov R. The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R\* Estimate/VTB Capital Research Alert, (Very) Technical Brief series. 15 July 2019.

<sup>9</sup> Drobyshevsky S. M., Trunin P. V., Sinelnikova-Muryleva E. V., Makeeva N. V., Grebenkina A. M. Estimating a neutral real interest rate in Russia during inflation targeting. *Voprosy Ekonomiki*. 2021; (9):5–23. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-9-5-23>.

<sup>10</sup> Porshakov, A. and Sinyakov, A. (2019). Estimates of the Equilibrium Interest Rate for Russia: Is «Navigating by the Stars» Useful? *Russian Journal of Money and Finance*, 78 (4), pp. 3–47.

### ВРЕЗКА 3. ОГРАНИЧЕНИЯ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА И ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Санкции в отношении Банка России в феврале 2022 года исключили возможность использования части международных резервов для купирования рисков для финансовой стабильности. Это обусловило необходимость введения ограничений на свободу движения капитала. Как показывают теория и практика макроэкономической политики в мире, таргетирование инфляции и режим плавающего валютного курса вполне совместимы с применением широкого набора инструментов, укрепляющих финансовую стабильность, включая регулирование потоков капитала. Однако масштабные ограничения на свободу движения капитала, как правило, могут оказать лишь временный стабилизирующий эффект. Со временем они не только становятся менее эффективными, но и приводят к неблагоприятным долгосрочным последствиям для роста экономики.

Центральным банкам при проведении денежно-кредитной политики необходимо учитывать степень вовлеченности экономики во внешнюю торговлю и мировые финансовые рынки. От нее зависит чувствительность внутренних экономических условий к изменениям со стороны внешних, а следовательно, и ответная реакция центрального банка.

**Большинство стран мира активно участвуют в международной торговле и глубоко интегрированы в мировую финансовую систему<sup>1</sup>.** Открытая модель экономики благодаря трансграничной мобильности капитала и факторов производства позволяет странам привлекать инвестиции и сглаживать потребление, способствует росту ее конкурентоспособности и эффективности, в долгосрочной перспективе увеличивая общественное благосостояние. Однако она же предполагает и большую подверженность экономики влиянию внешних шоков, в том числе волатильности потоков капитала<sup>2</sup>.

По мере роста открытости мировой экономики **во многих странах, особенно в странах с формирующимися рынками (СФР), возросла синхронизация делового цикла с глобальными финансовыми потоками**, которые влияют на внутреннюю кредитную и экономическую активность, в том числе через цены финансовых активов<sup>3</sup>. Это повысило значимость использования центральными банками мер по укреплению устойчивости финансовой системы, включая инструменты макроprudенциальной политики и регулирование трансграничного движения капитала<sup>4</sup>. Вместе с тем осознавалась высокая значимость гибкого курсообразования для поддержания ценовой стабильности. В условиях таргетирования инфляции плавающий курс позволяет обеспечить автономность (независимость) денежно-кредитной политики, усилить ее контрциклическое воздействие на экономику<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Так, например, согласно [данным Всемирного банка](http://data.worldbank.org) (<http://data.worldbank.org>), мировой объем внешней торговли в % к ВВП с 1970 года увеличился более чем в два раза, достигнув пика в 2008 году, после чего несколько снизился.

<sup>2</sup> См., например, Pasricha G.K., Nier E. *Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows – Background Note on Capital Flows and Capital Flow Management Measures – Benefits and Costs/IMF Policy Papers. No. 2022/009. March 30, 2022.*

<sup>3</sup> См., например, Bank for International Settlements. *Changing patterns of capital flows/CGFS Papers. No 66. May 2021.*

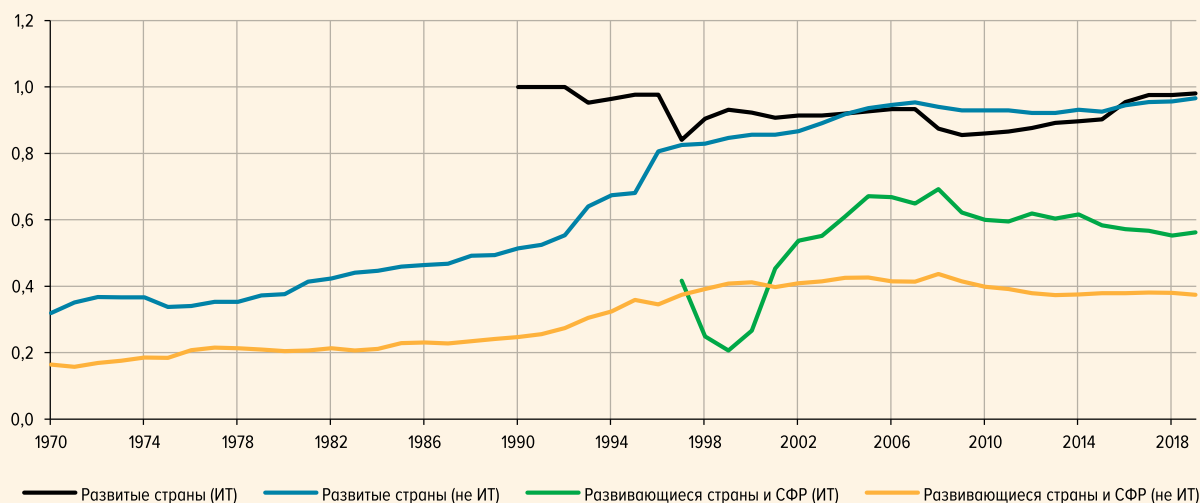
<sup>4</sup> Подробнее о пересечениях в регулировании потоков капитала и применении макроprudенциальных мер см., например, International Monetary Fund. *The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View. November 12, 2012.*

<sup>5</sup> Это является следствием известной трилеммы денежно-кредитной политики, которая предполагает невозможность сохранения независимой денежно-кредитной политики при одновременном поддержании фиксированного курса валюты и полной свободы трансграничного движения капитала. См., например, Obstfeld M., Ostry J.D., Qureshi S. *A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies/IMF Working Papers. No. 2017/130. June 8, 2017.*



## ИНДЕКС ФИНАНСОВОЙ ОТКРЫТОСТИ КАOPEN (↑ – РОСТ ОТКРЫТОСТИ)

Рис. В-3-1



Примечание. Значения для групп стран рассчитаны как среднее арифметическое. ИТ – страны, таргетирующие инфляцию.

Источники: расчеты Банка России; Chinn D., Ito H. *What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions* / *Journal of Development Economics*. October 2006 (<http://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304387805001409>).

Таким образом, на практике именно необходимость поддержания финансовой стабильности может побуждать центральные банки регулировать мобильность движения капитала. В частности, ограничения на движение капитала могут затрагивать все финансовые операции или распространяться лишь на отдельные формы потоков капитала. Однако если меры по регулированию потоков капитала носят масштабный характер и вводятся непосредственно в момент реализации значимых рисков для финансовой стабильности, они, как правило, эффективны лишь временно, поскольку могут приводить к неблагоприятным долгосрочным последствиям. В частности, ограничения на мобильность капитала значительно осложняют текущую экономическую деятельность, могут ухудшить инвестиционный климат, а также препятствовать получению выгод открытой экономики в будущем<sup>6</sup>. Применение данных мер одновременно несет существенные административные издержки для экономики. Более того, их эффективность может снижаться по мере адаптации участников экономической деятельности к введенным ограничениям, в том числе в связи с активным развитием финансовых технологий<sup>7</sup>. Наконец, ограничения на свободу движения капитала нарушают работу отдельных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики<sup>8</sup>.

Для СФР введение мер по контролю за движением капитала в составе широкого комплекса мер по обеспечению финансовой стабильности может быть более значимым инструментом по сравнению с развитыми странами, в меньшей степени подверженными курсовым шокам<sup>9</sup>. Хотя финансовая открытость в мире устойчиво росла с 1980-х годов, постепенно расширялся разрыв в мобильности капитала для группы развитых стран и группы, включающей СФР и развивающиеся страны. При этом среди развивающихся стран и

<sup>6</sup> См., например, Basu K., Eichengreen B., Gupta P. *From Tapering to Tightening: The Impact of the Fed's Exit on India/The World Bank Policy Research Working Papers*. November 13, 2014.

<sup>7</sup> См., например, Alnasa M., Gueorguiev N., Honda J., Imamoglu E., Mauro P., Primus K., Rozhkov D. *Crypto, Corruption, and Capital Controls: Cross-Country Correlations/IMF Working Papers*. No. 2022/060. March 25, 2022.

<sup>8</sup> См. Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики».

<sup>9</sup> См., например, Korinek A., Sandri D. *Capital controls or macroprudential regulation?/Journal of International Economics*. 2016.

## ИНДИКАТОРЫ ТРИЛЕММЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ (СРЕДНЕЕ ЗА 2010 – 2019 ГОДЫ)

Рис. В-3-2



Примечание. Финансовая открытость – индекс КАOPEN, учитывающий степень де-юре ограничений по текущему и финансовому счетам платежного баланса; независимость денежно-кредитной политики – корреляция внутренней и внешней краткосрочных процентных ставок; негибкость курса – степень волатильности номинального курса валюты.

Источники: расчеты Банка России; Aizenman J., Chinn D., Ito H. *The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations* / *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, No. 4. 2010.

**СФР подгруппа стран с центральными банками, применяющими стратегию таргетирования инфляции, характеризуется относительно большей открытостью экономики, что отражает особую устойчивость и гибкость данной стратегии<sup>10</sup>.**

Устойчивость стратегии таргетирования инфляции при большей открытости экономики проявляется в способности поддерживать автономность денежно-кредитной политики в условиях свободной курсовой динамики. Не менее важную роль играет и в целом более ответственная макроэкономическая политика в странах, таргетирующих инфляцию, которая формирует высокое доверие участников экономики в том числе к действиям центрального банка. Значимым фактором устойчивости является и высокая развитость финансовых рынков в этой группе стран. При этом для поддержания финансовой стабильности на практике отдельные страны также проводят валютные интервенции и накапливают международные резервы, которые при необходимости могут быть задействованы для сглаживания подстройки платежного баланса<sup>11</sup>. Наличие указанных характеристик национальной экономики и финансовой системы страны позволяет противостоять негативному влиянию внешних шоков, не прибегая к масштабным ограничениям на свободу движения капитала.

Таким образом, как показывают теория и практика макроэкономической политики в мире, **таргетирование инфляции вполне совместимо с применением широкого набора инструментов, укрепляющих финансовую стабильность, включая регулирование потоков капитала.** Вместе с тем масштабные прямые ограничения на свободу движения капитала хотя и могут быть в исключительных случаях эффективны для обеспечения финансовой стабильности, имеют негативные долгосрочные последствия для экономики, потенциала

<sup>10</sup> См., например, de Carvalho Filho I. *28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession*/International Monetary Fund. March 2011. Подробнее о таргетировании инфляции см. в Приложении В «Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления».

<sup>11</sup> См., например, Aizenman J. *International Reserves, Exchange Rates, and Monetary Policy: From the Trilemma to the Quadrilemma*/Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance. July 29, 2019.



ее роста. В связи с этим остается актуальным вопрос оптимального сочетания доступных центральным банкам мер по обеспечению ценовой и финансовой стабильности<sup>12</sup>.

\*\*\*

В конце февраля – начале марта 2022 года Банк России в целях предотвращения реализации рисков для финансовой стабильности, помимо временного, но резкого повышения ключевой ставки до 20% годовых, принял меры, ограничившие свободное трансграничное движение капитала. **Эти действия носили зеркальный характер по отношению к мерам ряда отдельных стран и были продиктованы прежде всего невозможностью использования Банком России международных резервов** для стабилизации платежного баланса в условиях резкого ослабления рубля<sup>13</sup>. Совокупность принятых мер в острую фазу кризиса, а также результаты последовательной макроprudенциальной политики Банка России в предыдущий период позволили купировать первоначальные риски разрастания финансового кризиса, и введенные ограничения постепенно были ослаблены.

При дальнейшем снижении рисков для финансовой стабильности Банк России не видит весомых причин для сохранения масштабных ограничений на движение капитала. Вместе с тем при реализации денежно-кредитной политики **Банк России будет учитывать в основном неэкономическую природу наложенных на движение капитала ограничений, оценивая их введение как временную и вынужденную меру<sup>14</sup>.**

<sup>12</sup> См., например, врезку «Денежно-кредитная политика и политика по поддержанию финансовой стабильности: поиск баланса» в [ОНЕГДКП 2020–2022 гг.](http://www.cbr.ru/s/2519) (<http://www.cbr.ru/s/2519>).

<sup>13</sup> О принятых и действующих мерах Банка России по стабилизации ситуации на финансовом рынке в условиях реализации санкционных рисков см. в разделе [«Меры защиты финансового рынка»](http://cbr.ru/support_measures/) ([http://cbr.ru/support\\_measures/](http://cbr.ru/support_measures/)) сайта Банка России.

<sup>14</sup> Об изменениях в подходах к прогнозированию см. врезку «Адаптация квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала» в [Докладе о денежно-кредитной политике. Выпуск № 2 \(38\). Май 2022 года](http://cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022_02_ddcp.pdf) ([http://cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022\\_02\\_ddcp.pdf](http://cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022_02_ddcp.pdf)). Об изменениях в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики см. в Приложении 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики»](#).

## 2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2021 ГОДА И В 2022 ГОДУ

### **Рост инфляции из-за опережающего увеличения спроса по сравнению с возможностями расширения выпуска (декабрь 2021 – середина февраля 2022 года)**

*В конце 2021 – начале 2022 года годовая инфляция увеличивалась и складывалась выше прогноза, значительно отклонившись от цели. Ее повышение происходило как в России, так и в мире из-за быстрого расширения спроса относительно возможностей расширения выпуска по широкому кругу отраслей. Возможности расширения выпуска были ограничены в том числе из-за нарушений производственных и логистических цепочек в условиях пандемии коронавируса. Чтобы вернуть инфляцию к цели, а экономику – на траекторию сбалансированного роста, требовалось формирование умеренно жестких денежно-кредитных условий. Для этого Банк России продолжал цикл повышения ключевой ставки, начатый в марте 2021 года. В декабре и начале февраля Совет директоров Банка России повысил ключевую ставку в совокупности на 200 б.п., до 9,50% годовых. При этом Банк России допускал возможность дальнейшего повышения ключевой ставки.*

**Инфляция складывалась выше октябрьского прогноза Банка России.** По итогам 2021 года она достигла 8,4%, в январе 2022 года – уже 8,7%, значительно отклонившись от цели 4%. Эти цифры говорили о перегреве российской экономики. Рост внутреннего и внешнего спроса опережал возможности расширения выпуска в большинстве отраслей. Нехватка рабочей силы и перебои в поставках сдерживали расширение производства. Кроме того, компании столкнулись с ростом издержек из-за высоких мировых цен на сырье и удорожания логистических процессов. Высокий спрос позволял предприятиям переносить значительно возросшие издержки в цены.

Устойчивость инфляционных процессов по широкому перечню товаров и услуг усиливалась за счет вторичных эффектов со стороны высоких и незакоренных инфляционных ожиданий населения и бизнеса. На фоне растущей инфляции в декабре 2021 года инфляционные ожидания населения достигли максимума с 2016 года. Ценовые ожидания предприятий также находились на многолетних максимумах.

**В 2021 году денежно-кредитные условия оставались мягкими из-за высоких инфляционных ожиданий. По оценке Банка России, они перешли в область нейтральных значений только в начале 2022 года.** Вслед за повышениями ключевой ставки с марта 2021 года постепенно росли доходности ОФЗ, кредитные и депозитные ставки. В конце 2021 – начале 2022 года рост доходностей ОФЗ также был связан с усилением геополитической напряженности. Наряду с этим на фоне роста инфляции и инфляционных ожиданий повышение номинальных процентных ставок не обеспечивало достаточного увеличения склонности населения к сбережению, умеренности и сбалансированности в динамике кредитования. В феврале годовой темп прироста кредитного портфеля в розничном сегменте рынка достиг максимального значения с 2019 года, а в корпоративном – с 2015 года. Годовой темп прироста средств населения в банках в начале 2022 года был умеренным и лишь немного превышал анало-

гичный показатель середины 2020 года и начала 2021 года (до начала цикла повышения ключевой ставки).

В начале февраля Банк России прогнозировал, что с учетом проводимой политики годовая инфляция снизится до 5,0–6,0% по итогам 2022 года и вернется к цели в середине 2023 года. Это требовало временного перехода к умеренно жестким денежно-кредитным условиям, что Банк России учитывал в прогнозируемой траектории средней ключевой ставки. В начале февраля она была повышена до 9,0–11,0% годовых в 2022 году.

### **Реакция на существенные угрозы для ценовой и финансовой стабильности (конец февраля – март 2022 года)**

*В конце февраля 2022 года внешние условия для российской экономики кардинально поменялись. Против России были введены беспрецедентные по объему санкции, которые были направлены на разрыв сложившихся товарных и финансовых связей, на изоляцию российской экономики от мировой. Банк России совместно с другими органами власти оперативно реагировал на рост рисков для ценовой и финансовой стабильности, в том числе мерами денежно-кредитной политики. К началу апреля острая фаза кризиса была пройдена.*

Санкции, введенные в отношении России, коснулись как финансового, так и реального сектора экономики. В финансовой сфере крупные российские банки были отключены от системы трансграничных банковских платежей, а иностранные платежные системы приостановили свою деятельность на территории России. Были введены ограничения на использование золотовалютных резервов, из-за чего Правительство Российской Федерации лишилось технической возможности выплачивать долг нерезидентам, а Банк России – возможности проводить операции с долларами США и евро. Оказались заблокированными и средства некоторых граждан и российских компаний за рубежом.

В реальном секторе ограничения существенно затруднили международную логистику, в первую очередь коснувшись авиационного и морского транспорта. Был запрещен экспорт в Россию высокотехнологичных товаров и услуг и ограничен импорт ряда товаров из России. Кроме того, отдельные западные компании добровольно прекратили работу с российскими клиентами, а некоторые остановили свою деятельность на территории России.

Введение санкций увеличило волатильность на финансовых рынках; временно, но серьезно ослабило рубль. Банковский сектор испытал существенный отток средств вкладчиков. Ослабление рубля и взлет инфляционных ожиданий существенно подстегнули потребительский спрос в конце февраля – начале марте, что вместе с общим ростом неопределенности и увеличением производственных и логистических издержек вынудило компании поднять цены. В марте месячная инфляция составила рекордные за 20 лет 7,6%, а годовая – ускорилась до 16,7%.

Для стабилизации ситуации в экономике были приняты меры, в том числе следующие.

**Во-первых, Банк России 28 февраля повысил ключевую ставку с 9,5 до 20,0% годовых.** Санкции и связанный с ними рост неопределенности создали прямые угрозы для финансовой и ценовой стабильности. Значительное повышение ставки спо-

собствовало возвращению средств населения на депозиты и уменьшило ажиотажный потребительский спрос. К апрелю существенная часть снятых наличных денежных средств уже вернулась в банки, а риски неконтролируемого роста цен были устранены.

Принимая решение по ключевой ставке, Банк России также исходил из того, что отечественная экономика вступает в фазу масштабной структурной перестройки. Это, как ожидалось, будет сопровождаться временным, но неизбежным периодом повышенной инфляции, в основном связанным с подстройкой относительных цен по широкому кругу товаров и услуг в связи с адаптацией бизнеса к новым условиям. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика с этого момента учитывала необходимость структурной перестройки экономики, одновременно создавая условия для постепенного возвращения годовой инфляции к цели в 2024 году.

**Во-вторых, Банк России, Правительство Российской Федерации и Президент Российской Федерации приняли комплекс мер по контролю за движением капитала.** Санкции против отечественного финансового рынка и Банка России ограничили возможности проведения валютных интервенций для поддержания финансовой стабильности. Чтобы стабилизировать ситуацию на валютном рынке, было введено требование об обязательной продаже экспортерами 80% валютной выручки и минимизированы возможности нерезидентов по выводу активов из страны. Это обеспечило стабилизацию обменного курса и в будущем способствовало снижению волатильности на финансовом рынке.

**В-третьих, Банк России приостановил торги почти во всех секциях Московской Биржи.** Ее индекс в нижней точке падал до уровней, наблюдавшихся после начала пандемии COVID-19 в I квартале 2020 года. При этом за один день, 24 февраля, индекс потерял 24%. Кривая бескупонной доходности ОФЗ в этот день также значительно сдвинулась вверх. Доходности на коротких и средних сроках выросли на 4–5 п.п., до 15–17% годовых. Остановка торгов предотвратила череду банкротств и защитила права российских инвесторов, которые вложились в эти ценные бумаги. В дальнейшем биржа постепенно восстановила торги. С 21 марта возобновилась торговля государственными облигациями, а к началу апреля биржа стала работать практически в нормальном режиме.

**В-четвертых, Банк России принял ряд мер для поддержания устойчивости банковского сектора.** В конце февраля банковский сектор перешел к структурному дефициту ликвидности из-за оттока средств в наличные деньги, крупных налоговых платежей и снижения объемов размещения средств в банках Федеральным казначейством. Отток ликвидности и неопределенность относительно дальнейших денежных потоков банков привели к росту стоимости заимствований на денежном рынке и снижению объема сделок в необеспеченном сегменте кредитования. Ставка RUONIA в отдельные периоды формировалась вблизи верхней границы процентного коридора Банка России.

Чтобы поддержать устойчивость кредитных организаций и сблизить ставку межбанковского кредитования с ключевой, Банк России принял ряд оперативных мер. Банк России ежедневно проводил аукционы «тонкой настройки», расширил Ломбардный список и смягчил требования к нерыночным активам, принимаемым в обеспечение по операциям рефинансирования. Кроме того, для повышения гибкости банков в управлении собственными средствами Банк России снизил нормативы обязатель-

ных резервов до 2%. Во второй половине марта ситуация с ликвидностью стабилизировалась и основной объем привлеченных банками средств был возвращен. Банковская система вернулась к состоянию структурного профицита ликвидности.

Был введен широкий спектр регуляторных послаблений для банков и макропруденциальных мер. Они позволили поддержать устойчивость банковского сектора, несмотря на колебания обменного курса, цены залогов и качества кредитного портфеля.

**Наконец, Банк России совместно с Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации разработал меры по поддержке заемщиков.** Правительство Российской Федерации ввело новые программы льготного кредитования для заемщиков. Со своей стороны Банк России расширил специальные льготные банковские программы кредитования малого и среднего бизнеса с 175 до 675 млрд рублей. Для снижения долговой нагрузки заемщиков с уже взятыми кредитами был принят закон о кредитных каникулах. Он позволил банкам выработать программы реструктуризации кредитов граждан и бизнеса. Кроме того, Правительство Российской Федерации совместно с Банком России разработало программы компенсации части возросших издержек компаний по кредитам с плавающими ставками из-за увеличения ключевой ставки.

### **Стабилизация ситуации и начало структурной перестройки экономики (апрель – июль 2022 года)**

*К апрелю риски для финансовой стабильности стали снижаться: средства граждан возвращались в банковскую систему, в том числе на срочные рублевые депозиты; стабилизировались динамика курса рубля и ситуация на финансовом рынке в целом. Одновременно уменьшались и риски для ценовой стабильности: заметно снизились текущие темпы прироста потребительских цен и инфляционные ожидания населения и бизнеса. Банк России оперативно реагировал на изменение ситуации и несколько раз снизил ключевую ставку, в том числе на внеочередных заседаниях Совета директоров. С начала апреля к концу июля ключевая ставка была снижена с 20,0 до 8,0% годовых. Банк России оценивал, что принятые в этот период решения о снижении ключевой ставки увеличат доступность кредитных ресурсов в экономике и ограничат масштаб снижения экономической активности. В то же время денежно-кредитная политика сохранит необходимое дезинфляционное влияние для возвращения инфляции к цели в 2024 году.*

**В апреле годовая инфляция достигла пика в 17,8% и перешла к снижению.** Оперативные данные, в том числе недельные, демонстрировали замедление текущих темпов прироста цен вплоть до отрицательных значений после пика в марте. Коррекция цен на товары и услуги происходила под влиянием укрепления рубля и охлаждения потребительского спроса в условиях заметного снижения инфляционных ожиданий. Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий прошли пик в марте и к июлю сократились до уровня весны 2021 года.

Инфляционное давление снижалось гораздо быстрее, чем Банк России предполагал в апреле. По прогнозу, Банк России ожидал годовую инфляцию по итогам 2022 года в диапазоне 18–23%, а в июле скорректировал прогноз до 12–15%. При этом Банк России по-прежнему предполагал, что с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция замедлится до 5–7% по итогам 2023 года и вернется к 4% в 2024 году.



Помимо денежно-кредитной политики, значимым фактором для дальнейшей динамики инфляции, по оценкам Банка России, являлись эффективность процессов импортозамещения и масштаб и скорость восстановления импорта готовых товаров, сырья и комплектующих. Эти процессы оказывали прямое влияние на размер проинфляционного воздействия факторов на стороне предложения, в том числе через подстройку относительных цен.

**С марта охлаждение деловой активности происходило за счет как сокращения спроса, так и снижения предложения.**

Оперативные индикаторы и данные опросов говорили о том, что предприятия испытывали серьезные трудности в производстве и логистике. Из-за санкций для российских компаний существенно усложнился доступ на традиционные экспортные рынки и сократились возможности по обеспечению стабильного импорта готовой продукции, сырья и комплектующих.

Компании постепенно диверсифицировали поставки сырья, комплектующих и рынки сбыта продукции. Деловые настроения улучшались. При этом адаптация экспортных операций к новым условиям шла активнее, чем импортных. Сокращение импорта значительно опережало снижение экспорта, что способствовало дальнейшему укреплению рубля, несмотря на параллельное смягчение мер по контролю за движением капитала.

Потребительская активность в апреле – мае существенно сократилась в реальном выражении. Особенно ярко это проявилось в сегменте непродовольственных товаров. Ажиотажный спрос исчерпался уже во второй половине марта, а на фоне высоких депозитных ставок и неопределенности значительно выросла склонность населения к сбережению. В июне – июле потребительская активность начала постепенно восстанавливаться, в том числе из-за постепенного возобновления импорта потребительских товаров.

С учетом большей устойчивости бизнеса к изменившимся условиям и государственных мер поддержки снижение экономической активности в II квартале 2022 года происходило в целом в меньшем масштабе, чем Банк России прогнозировал в апреле. В то же время снижение выпуска, по прогнозу, окажется более растянутым во времени. Если в апрельском базовом сценарии Банк России прогнозировал снижение ВВП на 8,0–10,0% в 2022 году и на 0,0–3,0% в 2023 году, то в июльском – уже на 4,0–6,0% и 1,0–4,0% соответственно.

**Денежно-кредитные условия в апреле – июле постепенно смягчались, но в целом оставались жесткими.** С одной стороны, сохранялась существенная жесткость неценовых условий кредитования, так как банки предъявляли повышенные требования к заемщикам из-за высокой неопределенности. С другой стороны, по мере снижения ключевой ставки и инфляционных ожиданий ценовые условия возвращались к докризисному уровню. При этом их смягчение происходило неравномерно. Как и ранее, в периоды снижения ключевой ставки депозитные ставки снижались быстрее, чем кредитные. Это отражало стремление банков ограничить принимаемые на себя процентные риски.

Жесткость денежно-кредитных условий проявлялась в динамике кредитно-депозитного рынка. Несмотря на снижение депозитных ставок, продолжался приток средств в кредитные организации. Однако по мере закрытия срочных вкладов, откры-

тых по повышенным ставкам, основной прирост средств приходился на текущие счета.

Выдачи потребительского кредитования и ипотеки (как рыночной, так и льготной) в II квартале заметно сократились. Годовой прирост общего розничного портфеля снизился до минимального значения с 2018 года. В корпоративном сегменте снижение кредитной активности было более умеренным.

**Денежно-кредитная политика Банка России оставалась направленной на возвращение инфляции к цели и учитывала необходимость структурной перестройки экономики.** Банк России оценивал, что снижение ключевой ставки в апреле – июле увеличит доступность кредитных ресурсов в экономике. При этом с учетом снижения фактической и ожидаемой инфляции денежно-кредитная политика сохранит необходимое дезинфляционное влияние для возвращения инфляции к 4% в 2024 году. По июльскому прогнозу Банка России, дезинфляции будет соответствовать средняя за год ключевая ставка в диапазоне 10,5–10,8% годовых в 2022 году, 6,5–8,5% – в 2023 году и 6–7% годовых – в 2024 году, что ниже, чем Банк России прогнозировал в апреле. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки во втором полугодии 2022 года.

## **ВРЕЗКА 4. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА РЕАЛИЗАЦИЮ ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ**

В 2022 году возник ряд факторов, существенно влияющих на реализацию денежно-кредитной политики, в том числе в долгосрочной перспективе. Среди таких факторов наибольшее воздействие оказывают следующие.

### **Замораживание золотовалютных резервов Банка России и ряда частных активов**

Политика Банка России предусматривает возможность проведения операций на внутреннем валютном рынке в случае возникновения угрозы для финансовой стабильности. В качестве такой угрозы рассматриваются ситуации, которые могут привести к значительному сокращению ликвидности внутреннего валютного рынка, к формированию устойчивых девальвационных ожиданий, сопровождающихся повышенным спросом на иностранную валюту, к росту валютизации в экономике в целом или вызвать краткосрочное усиление рисков для устойчивости кредитных организаций и предприятий.

Именно такая ситуация возникла в конце февраля 2022 года. Однако блокировка западными странами валютных счетов Банка России исключила возможность проведения операций с иностранной валютой на внутреннем валютном рынке в ключевых мировых резервных валютах. В этих условиях потребовалось применение других мер для противодействия факторам финансовой нестабильности. Во-первых, были введены ограничения на движение капитала. Во-вторых, на короткое время была приостановлена работа большинства секций Московской Биржи. Принятые меры способствовали стабилизации ситуации на финансовых рынках и в том числе позволили в дальнейшем перейти к постепенному снижению ключевой ставки<sup>1</sup>.

Одновременно с блокировкой валютных счетов Банка России были заморожены и активы ряда компаний и физических лиц на территории США, Евросоюза, Великобритании и других стран. Это увеличило риски владения активами данных стран (в том числе и их валютами), способствовало формированию давления на внутреннем валютном рынке и укреплению рубля относительно валют данных стран, не связанному с динамикой ключевой ставки. В результате снижалась эффективность валютного канала трансмиссионного механизма. В то же время возросшие риски вложений в иностранные активы и рост волатильности курса рубля относительно ключевых мировых резервных валют создают стимулы для российских инвесторов переходить из иностранных активов в российские, а для компаний – замещать валютные кредиты рублевыми. В перспективе снижение валютизации активов и обязательств в российской экономике будет способствовать увеличению ответственности денежно-кредитной политики Банка России<sup>2</sup>.

### **Введение ограничений на трансграничное движение капитала**

Введение санкционных ограничений в отношении Банка России и крупных российских банков привело к необходимости введения ограничений на трансграничное движение капитала. В частности, в конце февраля были ограничены платежи в адрес резидентов из ряда стран и введено требование об обязательной продаже 80% валютной выручки экспортерами. Ограничения на движение капитала являются исключительно инструментом

<sup>1</sup> См. раздел 2 «Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2021 года и в 2022 году».

<sup>2</sup> См. Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики».

политики по поддержанию финансовой стабильности. По мере снижения рисков они смягчались.

Эти ограничения значимо повлияли на работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Основное изменение связано с функционированием валютного канала. В экономике с ограничениями на движение капитала влияние финансового счета на курс валюты существенно снижается, а основным фактором, определяющим динамику курса, становится торговый баланс. Как следствие, курс рубля определяется балансом спроса импортеров на валюту и предложения валюты со стороны экспортеров. В результате влияние денежно-кредитной политики на курс рубля становится более растянутым во времени и опосредованным. Если раньше изменение ключевой ставки транслировалось в стоимость финансовых инструментов и далее в курс рубля напрямую, то теперь оно влияет сначала на спрос на импортные товары через процентный канал и уже потом на курс рубля<sup>3</sup>.

### Ускорение перехода на платежи в национальных валютах

Замораживание отдельными странами иностранных активов ряда российских компаний продемонстрировало, что в силу возросших операционных рисков такие активы не являются полноценной альтернативой российским активам. Кроме того, использование долларов США и евро во внешнеэкономической деятельности повышает уязвимость контрагентов из-за возможности введения ограничений на совершение платежей с использованием существующей инфраструктуры расчетов. Это создает стимулы для экспортеров и импортеров использовать различные валюты для установления цен и проведения расчетов по международным операциям. В том числе возможен переход на расчеты в рублях.

В краткосрочный период использование нерезервных валют во внешнеторговых расчетах сопряжено с дополнительными рисками для компаний. Поскольку данные валюты остаются менее ликвидными и стабильными, их использование в расчетах может сопровождаться увеличением волатильности денежных потоков для участников внешнеэкономической деятельности. В более долгосрочной перспективе использование широкого спектра валют позволит снизить риски, связанные с чувствительностью рубля к изменению курсов валют отдельных крупнейших развитых стран<sup>4</sup>. Кроме того, при наращивании расчетов в рублях будет происходить увеличение рублевых кредитных операций, связанных с обслуживанием внешнеторговых операций. В результате влияние конъюнктуры международного валютного рынка на финансовое положение российских банков будет ослабевать, способствуя повышению их устойчивости<sup>5</sup>.

### Приостановка действия бюджетного правила

Бюджетное правило сглаживает влияние изменений внешнеэкономической конъюнктуры на внутренние условия и обеспечивает предсказуемость подходов Правительства Российской Федерации к формированию бюджетных расходов и управлению государственным долгом.

Механизм бюджетного правила предполагал, что цены на нефть в 2022 году обеспечат формирование дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета, которые должны быть направлены на покупку иностранной валюты для последующего пе-

<sup>3</sup> См. раздел 1 «Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики» и Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики».

<sup>4</sup> См. Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики».

<sup>5</sup> См. Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики».

речисления в Фонд национального благосостояния (ФНБ). В текущих условиях действие данного механизма невозможно, так как накопление резервов в основных резервных валютах приведет к их немедленной блокировке, а рынки других валют недостаточно глубоки или их курсы слишком волатильны. Кроме того, существенно выросли необходимые расходы бюджета из-за структурной трансформации экономики. По этим причинам действие отдельных положений бюджетного правила, связанных с использованием дополнительных нефтегазовых доходов и планированием предельного объема расходов федерального бюджета, было приостановлено.

Его приостановка привела к большей чувствительности экономики к изменению конъюнктуры на сырьевых рынках. Кроме того, расходы федерального бюджета временно формируются выше уровней, соответствующих предыдущему параметру бюджетного правила из-за дополнительных расходов на мероприятия по структурной трансформации экономики. Формирование дополнительных бюджетных расходов возможно в условиях поступления дополнительных нефтегазовых доходов. В результате бюджетная политика в 2022 году носит стимулирующий характер, что создает некоторые проинфляционные риски. Планируемая постепенная нормализация бюджетной политики в 2023–2025 годах будет выступать важным фактором поддержания ценовой стабильности<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> См. раздел 1 «Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики» и врезку 5 «Бюджетная политика в 2022–2025 годах».



### 3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2022 – 2025 ГОДАХ

В 2022 году условия функционирования российской экономики существенно изменились. Санкции иностранных государств в отношении российского финансового сектора привели к невозможности совершения прежних расчетных и страховых операций. Из-за ограничений во внешней торговле и международной кооперации возникла необходимость искать новые рынки сбыта, формировать новые производственные связи, выстраивать новые логистические маршруты. Блокировка валютных счетов Банка России и введение ответных ограничений на движение капитала сделали более выраженной зависимость динамики курса рубля от состояния торгового баланса. В целом все эти шоки запустили процесс масштабных структурных изменений в российской экономике.

В мировой экономике в течение года продолжали накапливаться дисбалансы. Главное достижение совокупной мировой экономической политики 2020–2021 годов – быстрое восстановление после кризиса, вызванного пандемией COVID-19, – ушло на второй план на фоне ускоряющейся по всему миру инфляции и растущих инфляционных ожиданий. Инфляция в мире растет с начала 2021 года и к июню 2022 года достигла максимума за последние 35–40 лет. Дополнительным фактором стало усиление шоков предложения на рынке энергоресурсов и продовольствия вследствие роста геополитического напряжения в феврале – марте 2022 года. Инфляционные ожидания населения и бизнеса во многих странах непрерывно растут с начала 2022 года. По данным опроса компании [Ipsos](#), инфляция остается главным поводом для беспокойства граждан с апреля 2022 года, потеснив с первых мест коронавирус, неравенство и безработицу.

Прогнозы по инфляции на 2022 год в большинстве стран пересмотрены вверх. Многие центральные банки перешли к ужесточению денежно-кредитной политики. Действия центральных банков уже привели к значительному ужесточению финансовых условий в мире. Доходности государственных облигаций выросли вслед за изменением ожиданий в отношении скорости и масштабов ужесточения денежно-кредитной политики.

В то же время консенсус относительно того, насколько сильно и как быстро крупнейшим центральным банкам следует ужесточать денежно-кредитную политику в каждом конкретном случае, пока отсутствует. Устойчивая инфляция, ужесточение денежно-кредитной политики, падающий спрос, сохраняющиеся затруднения в цепочках поставок, волатильность на продовольственном и энергетическом рынках, большой объем накопленных долгов, продолжающаяся пандемия COVID-19, геополитическая напряженность – эти факторы разной природы формируют беспрецедентную неопределенность относительно развития мировой экономики на среднесрочном горизонте.

Значительный рост потребительских цен, в особенности на товары и услуги повседневного спроса, такие как продукты питания, топливо, электроэнергия, приводит к заметному снижению реальных доходов населения по всему миру. Сворачивание мер бюджетной поддержки вынуждает еще больше экономить, а повышение ставок центральными банками уменьшает доступность кредитных средств и ухудша-

ет финансовое положение заемщиков с кредитами по плавающим ставкам. Все это ведет к значимому замедлению потребительского спроса. Общая неопределенность и ужесточение финансовых условий приводят к волатильности на финансовых рынках и снижению производственной и инвестиционной активности.

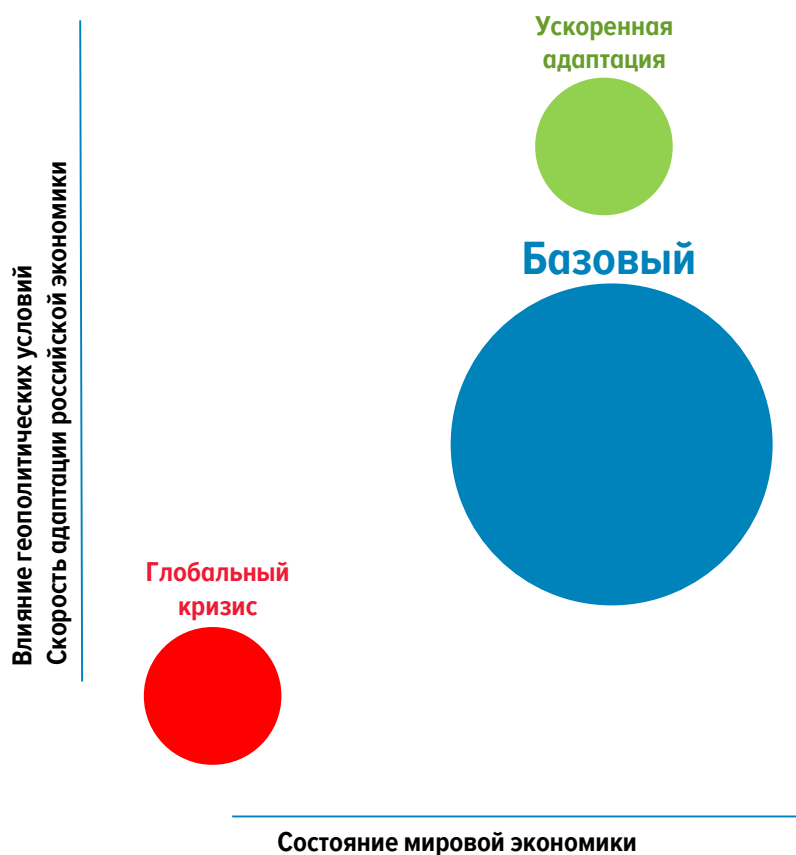
Как следствие, после высоких значений IV квартала 2021 – I квартала 2022 года темп роста мировой экономики замедляется. Прогнозы международных организаций по динамике экономического роста в 2022 году были снижены. Так, Всемирный банк снизил прогноз с 3,2% в апреле до 2,9% в июне, МВФ – с 3,6% в апреле до 3,2% в июле, ОЭСР – с 4,5% в декабре до 3% в июне. Риск рецессии в крупнейших экономиках – США и еврозоне – в ближайшие 12 месяцев уже расценивается как значимый.

Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитной политики на 2022–2025 годы, разработанные Банком России, отражают изменившиеся условия развития российской экономики и экстраординарную неопределенность внешних условий. Набор характеристик базового и альтернативных сценариев сформирован исходя из следующего:

- **Состояние мировой экономики** определяется тем, как быстро ослабляются шоки предложения, насколько закорены инфляционные ожидания, как реагируют центральные банки, а также насколько устойчиво финансовое положение эко-

СЦЕНАРНЫЕ ВАРИАНТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Рис. 3.1



Примечания:

1. Состояние мировой экономики подразумевается в терминах уровня ВВП к концу прогнозного горизонта.

2. Диаметр круга отражает иллюстративное качественное представление Банка России о соотношении вероятностей реализации сценариев.

Источник: Банк России.

номических агентов в условиях повышения ставок денежно-кредитной политики развитых стран (в частности, США и еврозоны).

- **Скорость адаптации российской экономики к новым условиям** зависит от установления новых экономических связей, появления новых производств, эффективности процессов импортозамещения, развития механизмов параллельного импорта.
- **Влияние геополитических условий** на российскую экономику предполагают наличие или отсутствие дополнительных санкций относительно внешней торговли, степень развития вторичных эффектов санкций, включая неформальные ограничения со стороны широкого круга контрагентов.

В сценарии «Глобальный кризис» предполагается заметное ухудшение внешних экономических и геополитических условий по сравнению с базовым сценарием. В сценарии «Ускоренная адаптация» предполагается более быстрая адаптация российской экономики к новым условиям по сравнению с базовым сценарием при схожем состоянии мировой экономики и геополитического фона.

Политика Банка России при любом сценарии будет направлена на возвращение инфляции к 4% с учетом необходимости адаптации экономики к новой структуре. Набор мер и принимаемых решений будет корректироваться исходя из состояния российской экономики, динамики инфляции и основных показателей на финансовых рынках.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ

Табл. 3.1

	2022	2023	2024	2025
<b>ВВП, мир, % г/г</b>				
Базовый	3,3	3,1	3,7	3,6
Ускоренная адаптация	3,3	3,1	3,7	3,6
Глобальный кризис	3,3	0,1	2,3	3,9
<b>Инфляция в США*, %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>				
Базовый	4,3	2,6	2,2	2,1
Ускоренная адаптация	4,3	2,6	2,2	2,1
Глобальный кризис	4,3	4,4	4,1	3,6
<b>Инфляция в еврозоне**, %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>				
Базовый	3,4	1,8	1,8	1,9
Ускоренная адаптация	3,4	1,8	1,8	1,9
Глобальный кризис	3,4	4,3	3,2	2,5
<b>Ставка ФРС США***, %, на конец года</b>				
Базовый	3,2	2,5	2,5	2,5
Ускоренная адаптация	3,2	2,5	2,5	2,5
Глобальный кризис	3,2	1,0	2,5	3,0
<b>Ставка ЕЦБ****, %, на конец года</b>				
Базовый	0,5	1,0	1,3	1,4
Ускоренная адаптация	0,5	1,0	1,3	1,4
Глобальный кризис	0,5	1,7	2,3	1,9
<b>Нефть марки Urals, долл. США за баррель, среднее за период</b>				
Базовый	80	70	60	55
Ускоренная адаптация	80	70	60	55
Глобальный кризис	80	35	35	40

\* Базовая инфляция (Core PCE) в США.

\*\* Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

\*\*\* Ставка ФРС США (Fed funds target rate), верхняя граница диапазона.

\*\*\*\* Ставка ЕЦБ, депозитная (ECB deposit facility rate).

Источники: ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing, расчеты Банка России.

### 3.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ<sup>1</sup>

В базовом сценарии мировая экономика продолжает развиваться в рамках сформированных ранее трендов. Шоки предложения, вызванные COVID-19, будут постепенно ослабевать.

Базовый сценарий не предполагает значимого изменения текущей конфигурации геополитических условий до конца прогнозного горизонта. Предполагается, что введенные внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте в основном сохранятся. Товары российского экспорта на мировом рынке продолжат продаваться с дисконтом. Базовый сценарий предполагает сохранение размера дисконта на текущем уровне до конца прогнозного горизонта.

Учитывая динамику цен на сырьевых и других товарных рынках с начала 2022 года, Банк России в базовом сценарии исходит из более высокой цены на нефть на прогнозном горизонте по сравнению с ОНЕГДКП 2022–2024 гг. – 80 долларов США в 2022 году, 70 долларов США в 2023 году и 60 долларов США в 2024 году. В 2025 году цена на нефть марки Urals вернется к долгосрочному равновесному уровню в 55 долларов США за баррель. Банк России также ожидает сохранения цен на газ на повышенных уровнях до конца года и их постепенной коррекции в 2023–2025 годах.

В базовом сценарии Банк России исходит из того, что в период повышения ставок крупнейшими центральными банками темпы мирового роста неизбежно замедлятся, однако выверенная денежно-кредитная политика позволит крупнейшим экономикам избежать масштабной рецессии. Внешняя инфляция вернется к значениям вблизи цели в конце 2023 – начале 2024 года. Годовые темпы роста в развитых экономиках в конце 2022 – середине 2023 года, согласно прогнозу Банка России, будут околонулевыми, затем начнется небольшой рост. В 2024–2025 годах темп роста мировой экономики стабилизируется вблизи значений 3,6–3,7%.

#### **Прогноз платежного баланса**

Благоприятная фактическая динамика экспорта позволяет прогнозировать рекордный размер профицита счета текущих операций в 2022 году на уровне в 243 млрд долларов США. В то же время на прогнозном горизонте ожидается сокращение стоимостного объема экспорта товаров и услуг – как вследствие дальнейшего снижения цен на товары, так и из-за проявления влияния санкций на физические объемы экспорта.

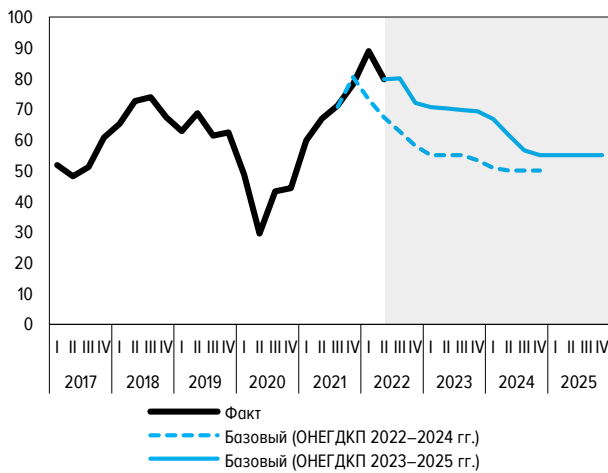
Одновременно с этим стоимостный объем импорта после значительного сокращения в 2022 году будет постепенно восстанавливаться. Темпы этого восстановления будут определяться появлением новых механизмов финансирования и страхования, выстраиванием новых логистических маршрутов и формированием новых торговых связей. Росту импорта также будет способствовать запущенный с конца марта механизм параллельного импорта.

К 2025 году профицит текущего счета сократится на 94%, до 15 млрд долларов США. При этом баланс товаров и услуг уменьшится в меньшей степени – на 80% относительно 2022 года. Более существенное снижение профицита текущего счета по срав-

<sup>1</sup> См. [Доклад о денежно-кредитной политике. №3 \(39\). Июль 2022 года](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42214/2022_03_ddcp.pdf) ([http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42214/2022\\_03\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/42214/2022_03_ddcp.pdf)).

ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (долл. США за баррель)

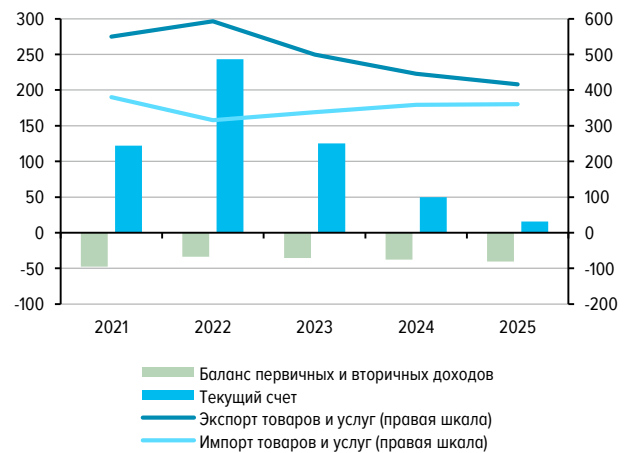
Рис. 3.2



Примечание. Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цены марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу). Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.3



Источник: Банк России.

нению с сужением торгового баланса связано в том числе с восстановлением дефицита баланса первичных и вторичных доходов.

Динамика сальдо финансового счета отражает динамику текущего счета и связана со снижением иностранных обязательств частного сектора, а также со значительным наращиванием иностранных активов банков вследствие аккумулирования экспортной выручки, которая превышает возможности по оплате импорта и погашению обязательств.

### Прогноз основных макроэкономических показателей

Совокупность шоков, с которыми российская экономика столкнулась в конце февраля – начале марта 2022 года, – резкое ограничение внешней торговли, затруднения в закупках сырья и комплектующих, объявления о прекращении поставок ряда зарубежных товаров на российский рынок – давала основание полагать, что в 2022 году экономика сократится не меньше, чем в 2009 году, а скорее всего, даже несколько больше. Однако поступающие впоследствии фактические данные и оперативные индикаторы показали, что снижение деловой активности происходит медленнее, чем можно было бы ожидать. Благоприятная динамика экспорта в первом полугодии, а также стабилизация потребительской активности и дополнительные государственные расходы капитального характера позволили сделать вывод о менее глубоком падении российской экономики, чем ожидалось в первый период реализации шоков. В то же время влияние произошедших шоков, в особенности шоков предложения, может оказаться более растянутым во времени.

Согласно базовому сценарию Банка России, по итогам 2022 года сокращение ВВП составит 4–6%. В 2023 году экономика сократится на 1–4%, отражая эффект базы I квартала 2022 года и более растянутое снижение выпуска. При этом в IV квартале 2023 года экономика вырастет на 1,0–2,5%. В 2024 году восстановительный рост будет продолжаться, прирост в IV квартале составит 1,0–2,0% в годовом выражении. В 2025 году экономика вернется к потенциальным темпам роста.

- Конечное потребление домохозяйств в 2022 году сократится на 4,5–6,5%. В годовом выражении умеренный рост начнется в III квартале 2023 года, но в целом



по итогам 2023 года все еще будет зафиксирован спад до 3%. В 2022–2023 годах сдержанные темпы прироста будут связаны с продолжающейся подстройкой потребления к новым условиям, что может выражаться в более высоких объемах сбережений. Кроме того, сдерживающий эффект будет оказывать сокращение реальных доходов (как из-за повышенной инфляции, так и из-за различных ограничений деятельности). В 2024 году темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление ускорится до 2–3% и в 2025 году продолжит расти схожими темпами.

- Валовое накопление основного капитала (ВНОК) в 2022 году сократится на 3,5–7,5%. Основной фактор, который поддерживает ВНОК в 2022 году, – дополнительные бюджетные расходы капитального характера. В дальнейшем влияние этого фактора будет снижаться. В 2023 году спад ВНОК составит от 4,5 до 0,5% – инвестиции будут восстанавливаться медленнее потребительского спроса, в том числе из-за более медленного, по сравнению с потребительским, фактического восстановления инвестиционного и промежуточного импорта. В отличие от домохозяйств компаниям нужно больше времени для поиска новых поставщиков высокотехнологичной продукции, формирования новых технологических партнерств. В 2024–2025 годах темп прироста ВНОК будет расти темпом 1,5–3,5%.
- Физический объем экспорта в 2022 году сократится на 13–17%. В 2023 году физические объемы экспорта снизятся на 8,5–12,5% под влиянием введенных санкций со стороны Евросоюза. В 2024 году базовый прогноз предполагает околонулевую динамику, а в 2025 году возможен небольшой рост (до 2%) за счет продолжающегося восстановления нефтегазового экспорта и экспорта услуг.
- Сокращение физических объемов импорта в 2022 году прогнозируется в диапазоне 27,5–31,5%. В 2023 году сокращение физических объемов замедлится до 1,5% и даже возможен небольшой прирост (до 2,5%). В 2024 году восстановительный прирост импорта ускорится до 2,5–4,5% и в 2025 году вернется к темпам, соответствующим потенциальному росту российской экономики.

Текущие темпы прироста потребительских цен в российской экономике в начале второго полугодия остаются низкими, способствуя дальнейшему замедлению годовой инфляции. Основные факторы – продолжающаяся коррекция цен на товары и услуги после резкого роста в марте, в том числе вследствие укрепления курса рубля, а также сдержанная динамика потребительского спроса. Инфляционные ожидания населения и бизнеса заметно снизились, достигнув уровней весны 2021 года.

Один из значимых факторов дальнейшей динамики инфляции – динамика курса рубля, которая зависит от состояния счета текущих операций и, в частности, от скорости и масштабов восстановления импорта. Кроме того, эффективность процессов структурной перестройки будет влиять на скорость затухания шоков предложения. Несмотря на то что шоки предложения оказались менее сильными в настоящий момент, в дальнейшем, по мере исчерпания эффектов инерции (в том числе сокращения имеющихся запасов и завершения заключенных ранее контрактов), они могут проявляться все больше, оказываясь более устойчивыми и продолжительными, чем предполагалось ранее. Это, в свою очередь, может привести к повышению темпов роста цен.

Прогноз годовой инфляции на конец 2022 года снижен до 12,0–15,0%. Годовая инфляция в 2023 году будет все еще выше целевого уровня, отражая продолжающуюся подстройку экономики к новой структуре. В связи с проводимой денежно-кредит-

ной политикой годовая инфляция снизится до 5,0–7,0% в 2023 году, вернется к 4% в 2024 году и останется на целевом уровне в дальнейшем. С учетом решения, принятого 22 июля Советом директоров Банка России, средняя за год ключевая ставка в 2022 году составит 10,5–10,8% годовых. При развитии ситуации согласно базовому прогнозу Банка России ключевая ставка в 2023 году составит 6,5–8,5% годовых, в 2024 году – 6,0–7,0% годовых и в 2025 году – 5,0–6,0% годовых.

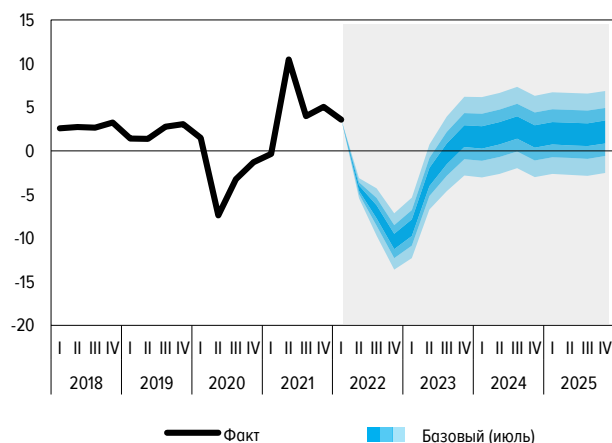
### Прогноз денежно-кредитных показателей

Согласно прогнозу Банка России, по итогам 2022 года темп прироста требований банковской системы к экономике сложится в диапазоне 5–10%. Это заметно ниже факта 13,9% в 2021 году. Помимо более высокого, чем в 2021 году, уровня ставок, существенный ограничивающий фактор – сохранение жестких неценовых условий кредитования. Банкам потребуется дополнительное время на проверку финансовой состоятельности заемщиков в новых условиях, верификацию состоятельности бизнес-моделей, формирование дополнительных критериев оценки компаний в случае существенного изменения деятельности из-за ограничений, связанных с импортом комплектующих или экспортом продукции.

Темп прироста требований банковской системы к населению в 2022 году сложится в диапазоне 5–10%. Прогноз учитывает прирост ипотечного кредитования темпом 13–18% на фоне расширения действующих льготных программ. В 2023–2024 годах, по мере адаптации экономики к новой структуре, снижения инфляции и ключевой ставки, темпы роста кредитования повысятся и к концу прогнозного горизонта составят 8–13% для организаций и 9–14% для населения.

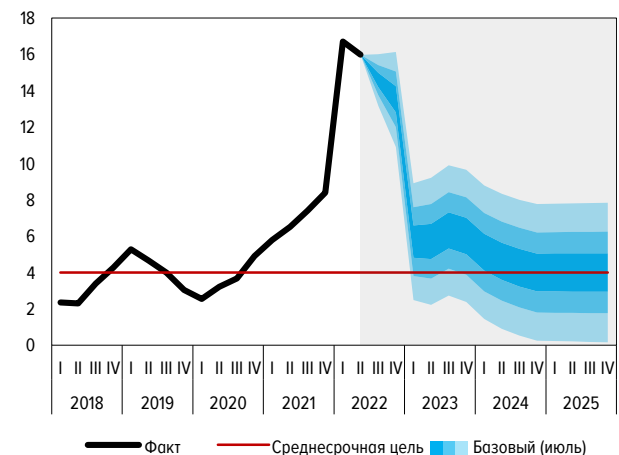
Рост денежной массы в национальном определении в 2022 году будет опережать рост требований к экономике за счет существенного влияния со стороны стимулирующей бюджетной политики, а также снижения привлекательности валютных депози-

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года) Рис. 3.4



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятность реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого темп прироста ВВП примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. В оставшихся 25 случаях темп прироста ВВП может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года) Рис. 3.5



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятность реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого инфляция примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. В оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

тов. По итогам года он составит 12–17%. В последующие годы, по мере нормализации бюджетной политики и завершения действия антикризисных мер, вклад бюджетных операций в рост денежной массы будет сокращаться и ее динамика, как и в прошлые годы, будет в основном определяться приростом требований к экономике.

### Влияние возможной стагфляции в мировой экономике на базовый сценарий Банка России

Проблемы в мировой экономике могут оказаться глубже, чем предполагается в базовом сценарии. Не исключено, что за время более чем двухлетнего периода действия противэпидемических ограничений разной степени интенсивности и усиления процессов дезинтеграции наблюдаемые шоки предложения, которые пока в основном трактуются как временные, в какой-то части стали необратимыми. Как следствие, уровень потенциального роста многих крупных экономик мог снизиться. Это означает, что реализованное в 2022 году ужесточение денежно-кредитной политики крупнейшими центральными банками (США, еврозона) может оказаться недостаточным для устойчивого снижения инфляции, инфляционные ожидания перестанут быть закоренными вблизи цели.

Крупнейшим центральным банкам придется существенно повышать ставки, однако внешняя инфляция на всем прогнозном горизонте может остаться заметно выше, чем в базовом сценарии. Ее будут подпитывать разъякоренные инфляционные ожидания и сдержанное расширение предложения в условиях продолжающейся дезинтеграции цепочек добавленной стоимости. Длительный период устойчиво высокой инфляции заставит потребителей еще больше экономить, а компании – ограничивать набор новых сотрудников и, возможно, сокращать имеющийся штат в целях оптимизации затрат.

В результате крупные страны с развитой экономикой могут перейти в состояние стагфляции – периода высокой инфляции, низкого роста и высокой безработицы. Несмотря на активное повышение ставок, инфляция в ряде стран с развитой экономикой (США, еврозона) даже к концу 2025 года может оставаться выше цели при темпе роста ВВП, не превышающем 2%.

В России мировая стагфляция будет приводить к более высокому проинфляционному давлению из-за переноса более высоких цен на внешних рынках в издержки и более высокой стоимости конечной импортной продукции. Инфляция будет складываться выше, чем в базовом сценарии. Для возвращения инфляции к цели и предотвращения вторичных эффектов инфляционных ожиданий Банк России будет вынужден держать ставку на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием.

Для динамики российского ВВП мировая стагфляция будет означать более глубокое сокращение выпуска по сравнению с базовым сценарием. Дальнейшее восстановление и последующий рост также будут заметно медленнее. Основные факторы, определяющие различия с базовым сценарием, – более сдержанный темп прироста экспорта (из-за более слабого внешнего спроса вследствие замедления мировой экономики) и более сдержанный внутренний спрос (как из-за более высокого уровня ключевой ставки, так и более низких реальных доходов в силу более высокой инфляции).

Темп прироста кредитования экономики также будет медленнее, чем в базовом сценарии, из-за более жестких денежно-кредитных условий. Будет влиять как высокий уровень ключевой ставки, так и более медленное снятие дополнительных неценовых требований к заемщикам на фоне ухудшения экономической ситуации.

## ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 3.2

	2020 (факт)	2021 (факт)	2022	2023	2024	2025
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
<b>Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>	<b>4,9</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0–15,0</b>	<b>5,0–7,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,7	13,8–14,7	4,3–7,5	4,1–4,9	4,0
<b>Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>10,5–10,8*</b>	<b>6,5–8,5</b>	<b>6,0–7,0</b>	<b>5,0–6,0</b>
<b>Валовой внутренний продукт</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>(-6,0) – (-4,0)</b>	<b>(-4,0) – (-1,0)</b>	<b>1,5–2,5</b>	<b>1,5–2,5</b>
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,3	5,0	(-12,0) – (-8,5)	1,0–2,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-4,9	7,2	(-5,0) – (-3,0)	(-2,5) – (+0,5)	1,5–2,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	-7,4	9,5	(-6,5) – (-4,5)	(-3,0) – 0,0	2,0–3,0	1,5–2,5
Валовое накопление	-4,1	8,9	(-22,0) – (-18,0)	9,5–13,5	4,5–6,5	2,5–4,5
– основного капитала	-4,6	6,8	(-7,5) – (-3,5)	(-4,5) – (-0,5)	1,5–3,5	1,5–3,5
Экспорт	-4,1	3,5	(-17,0) – (-13,0)	(-12,5) – (-8,5)	(-1,0) – (+1,0)	0,0–2,0
Импорт	-11,9	16,9	(-31,5) – (-27,5)	(-1,5) – (+2,5)	2,5–4,5	1,0–3,0
<b>Денежная масса в национальном определении</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>12–17</b>	<b>11–16</b>	<b>8–13</b>	<b>5–10</b>
<b>Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:</b>	<b>10,9</b>	<b>13,9</b>	<b>5–10</b>	<b>8–13</b>	<b>9–14</b>	<b>8–13</b>
– к организациям	10,2	10,7	5–10	7–12	8–13	8–13
– к населению, в том числе	12,9	22,0	5–10	9–14	9–14	8–13
– ипотечные жилищные кредиты	21,6	26,7	13–18	10–15	10–15	10–15
<b>Показатели платежного баланса*** (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
Счет текущих операций	35	122	243	125	50	15
Товары и услуги	77	170	277	161	87	56
Экспорт	381	550	593	499	446	417
Импорт	305	380	316	338	359	361
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-48	-33	-36	-38	-41
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>35</b>	<b>122</b>	<b>243</b>	<b>125</b>	<b>50</b>	<b>15</b>
<b>Финансовый счет (включая изменение резервов)</b>	<b>39</b>	<b>122</b>	<b>236</b>	<b>125</b>	<b>50</b>	<b>15</b>
Чистые ошибки и пропуски	4	0	-8	0	0	0
Сальдо финансовых операций частного сектора	50	74	246	125	50	15
<b>Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель</b>	<b>42</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>70</b>	<b>60</b>	<b>55</b>

\* С учетом того что с 1 января по 24 июля 2022 года средняя ключевая ставка равна 12,9%, с 25 июля до конца 2022 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 7,4–8,0%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) ([http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment\\_20210422.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf)).

\*\* 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 долевыми 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 среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

\*\*\* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПББ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

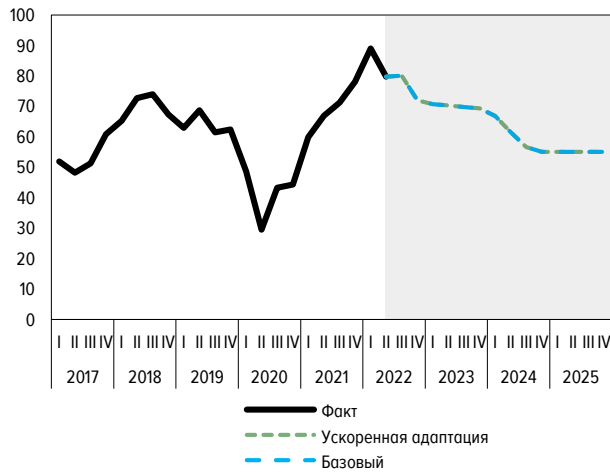
## 3.2. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ СЦЕНАРИИ

### СЦЕНАРИЙ «УСКОРЕННАЯ АДАПТАЦИЯ»

Сценарий «Ускоренная адаптация», как и базовый сценарий, предполагает, что мировая экономика продолжает развиваться в рамках сформированных ранее трендов и что, несмотря на повышение ставок крупнейшими центральными банками, масштабной рецессии удастся избежать. Геополитический фон также остается без изменений

ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ  
В СЦЕНАРИИ «УСКОРЕННАЯ АДАПТАЦИЯ»  
(долл. США за баррель)

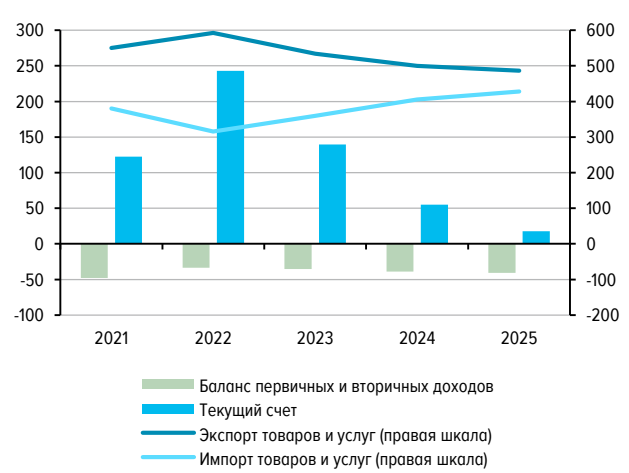
Рис. 3.6



Примечание. Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цены марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу).  
Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.7



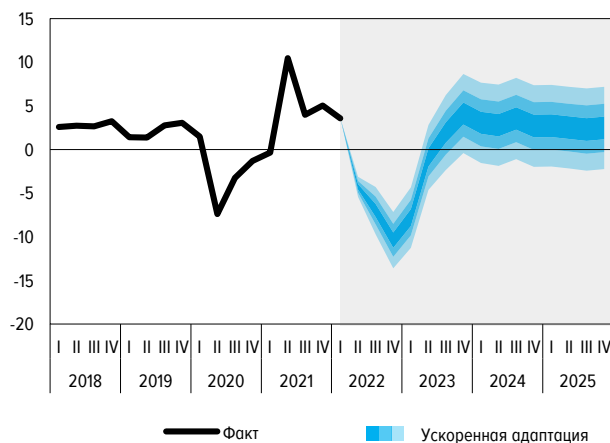
Источник: Банк России.

относительно конфигурации середины 2022 года. Цена на нефть марки Urals в этом сценарии также совпадает с базовым – 70 долларов США за баррель в 2023 году, 60 долларов США в 2024 году и 55 долларов США в 2025 году.

Стоимостные объемы экспорта в этом сценарии несколько больше, чем в базовом, за счет небольшого улучшения ситуации в транспортировке и логистике экспортных грузов. Одновременно более быстрое формирование экономических связей и расширение механизма параллельного импорта, по сравнению с базовым сценарием, улуч-

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

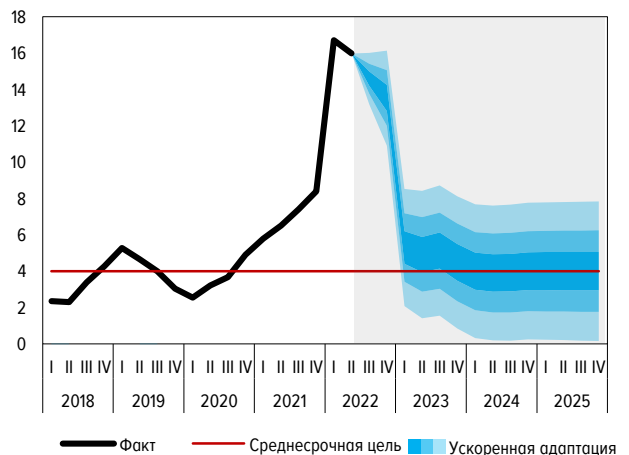
Рис. 3.8



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого темп прироста ВВП примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. В оставшихся 25 случаях темп прироста ВВП может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.9



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого инфляция примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. В оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.



шат динамику импорта на прогнозном горизонте. Профицит баланса товаров и услуг на прогнозном горизонте сложится несколько выше значений базового сценария в 2023 году и вблизи них в последующие годы.

Основной импульс в этом сценарии российская экономика получает за счет более быстрого восстановления внутреннего спроса. Новые партнерства и более прочные экономические связи приведут к тому, что, в отличие от базового, в этом сценарии небольшой рост российской экономики возможен уже по итогам 2023 года. Вследствие быстрого насыщения рынков как новыми, так и привычными товарами через механизм параллельного импорта, шоки предложения в этом сценарии компенсируются гораздо быстрее, чем в базовом. В результате инфляция возвращается на уровень вблизи цели к концу 2023 года при более мягкой денежно-кредитной политике по сравнению с базовым сценарием. В 2024–2025 годах темп прироста цен будет оставаться вблизи цели 4% при ключевой ставке в нейтральной области 5,0–6,0% годовых.

### СЦЕНАРИЙ «ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС»

Одной из основных движущих сил развития мировой экономики в последние 30–40 лет был активный процесс интеграции стран в глобальное пространство. Формировались единые рынки, унифицировались стандарты, вырабатывалась общая политика по отдельным вопросам. Однако усиление геополитического напряжения (включая и торговые войны) в последние несколько лет ставит вопрос о том, насколько глобальные интеграционные тенденции будут продолжаться в прежних масштабах будущем или же противоположные тенденции станут преобладать. Признаки фрагментации уже появились.

Сценарий «Глобальный кризис» исходит из предположения о том, что фрагментация в мировой экономике станет более выраженной. Рынки все больше будут концентрироваться в региональных блоках, страны в меньшей степени будут ориентироваться на использование сравнительных преимуществ и в большей степени – на увеличение локализации производств.

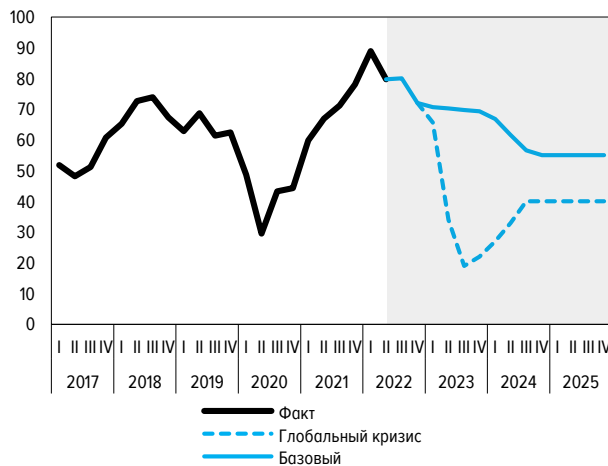
На этом фоне в сценарии в начале 2023 года предполагается реализация одновременно двух рисков, усиливающих друг друга.

Во-первых, предполагается существенное ухудшение состояния мировой экономики. В странах с развитой экономикой могут усилиться стагфляционные тенденции. Повышения ставок может быть недостаточно для устойчивого замедления инфляции, инфляционные ожидания могут еще сильнее, чем сейчас, отклониться от цели и перестанут быть заякоренными на ней. В СФР растущие внешние ставки при большом накопленном объеме долга могут приводить ко все более заметному снижению устойчивости финансового положения. По оценкам Института международных финансов, совокупный размер долга в I квартале 2022 года достиг рекордных 305 трлн долларов США, причем треть этой суммы – долг СФР.

Во-вторых, в сценарии предполагается усиление геополитического напряжения, включая введение дополнительных ограничений на российский экспорт. Снижение предложения нефти и нефтепродуктов на мировом рынке приведет к кратковременному сильному росту цены на нефть марки Brent. Издержки компаний начнут расти, и инфляция еще больше ускорится. Поскольку инфляционные ожидания в этом сценарии не заякорены на цели, то, чтобы предотвратить формирование инфляционной

ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ  
В СЦЕНАРИИ «ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС»  
(долл. США за баррель)

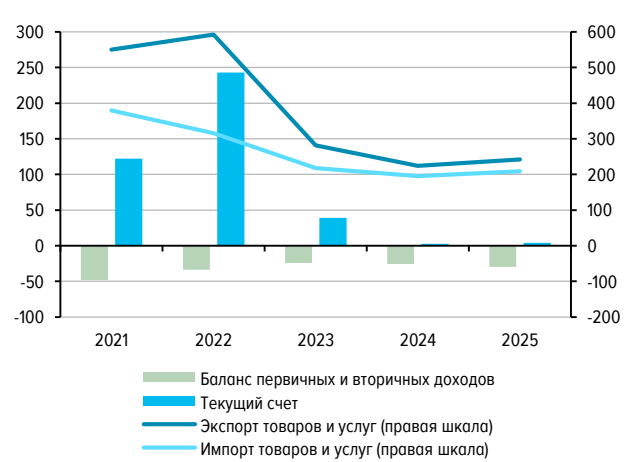
Рис. 3.10



Примечание. Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цен марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу).  
Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.11



Источник: Банк России.

спирали, крупнейшим центральным банкам придется увеличить ставку выше ожиданий рынка. Дополнительное сильное повышение ставок на фоне большого объема накопленных долгов и падающего спроса может привести к переоценке инвесторами финансовой состоятельности заемщиков с неустойчивыми доходами и вызвать переоценку рисков активов на рынке. В результате в мировой экономике может начаться экономический и финансовый кризис, сопоставимый по масштабам с кризисом 2007–2008 годов. При этом реализация глобального кризиса может обуславливать поддержание повышенной степени жесткости введенных ограничений на российский экспорт.

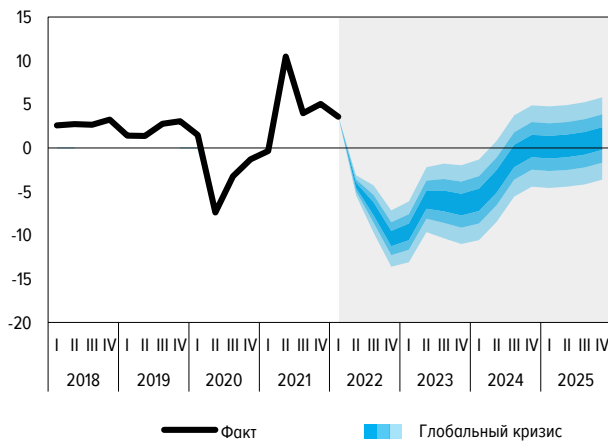
Мировая экономика резко замедлится, что окажет дезинфляционное влияние на общие темпы роста цен. Цены на мировых товарных рынках снизятся под влиянием более низкого спроса. В то же время уже в конце 2023 года инфляция в крупнейших странах с развитой экономикой, так и не достигнув целевого значения, вновь ускорится. С одной стороны, будет восстанавливаться спрос – в том числе под влиянием дополнительных мер бюджетной поддержки. С другой стороны, рост фрагментации мировой экономики и ограничения в мировой торговле и кооперации приведут к усилению шоков предложения. Крупнейшим центральным банкам, после резкого снижения ставки в начале кризиса, придется вновь повышать ставку и держать ее на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием. Несмотря на постепенное замедление, внешняя инфляция до конца прогнозного горизонта не вернется к целевому уровню.

Цена на нефть будет находиться под давлением как низкого внешнего спроса на фоне рецессии в некоторых крупных экономиках, так и геополитического фона, который приведет к расширению дисконта на российские сорта. Как следствие, цена на нефть марки Urals будет существенно ниже, чем в базовом сценарии, на всем прогнозном горизонте – с 80 долларов США в 2022 году она снизится до 35 долларов США в 2023–2024 годах и вырастет лишь до 40 долларов США в 2025 году.

Профицит баланса товаров и услуг в 2023–2024 годах будет составлять не более 35–40% от величины базового сценария. В 2025 году по мере постепенного восста-

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

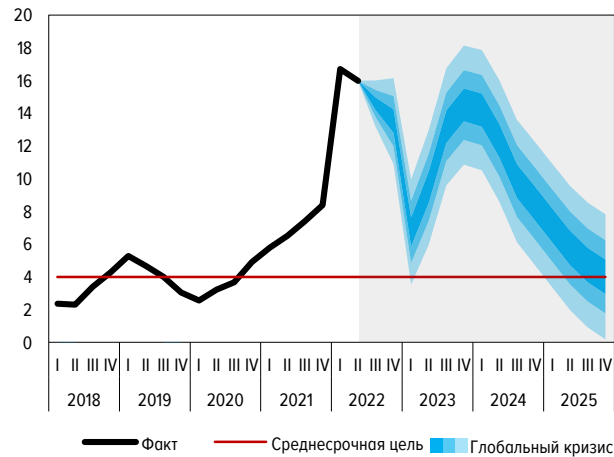
Рис. 3.12



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого темп прироста ВВП примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. В оставшихся 25 случаях темп прироста ВВП может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

**ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС»**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.13



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого инфляция примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. В оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом.  
Источник: расчеты Банка России.

новления мировой экономики после кризиса, профицит баланса товаров и услуг несколько вырастет. Однако стоимостные объемы экспорта и импорта даже в конце прогнозного горизонта будут существенно ниже, чем в базовом сценарии. Будут играть роль как формальные, так и неформальные ограничения на взаимодействия с российскими контрагентами.

Для российской экономики реализация мирового кризиса одновременно с ухудшением геополитического фона существенно осложнит структурную перестройку и адаптацию к новым условиям. Выпуск в 2023 году сократится еще сильнее, чем в 2022 году. В 2024 году падение продолжится, и лишь в 2025 году возможен рост – не более 1%. Из-за усиления геополитического напряжения часть из вновь установившихся в 2022 году связей может оборваться. Особенно сильные последствия будут для промежуточного и инвестиционного импорта, осложнятся программы технического и инвестиционного сотрудничества. И уровень, и потенциальные темпы роста российской экономики снизятся.

При этом бюджетная поддержка структурной трансформации экономики в этом сценарии будет ограничена по сравнению с базовым сценарием – более низкие цены и объемы нефтегазового экспорта приведут к существенному сокращению экспортных доходов.

Инфляция вырастет до 13–16% на фоне ослабления рубля и усиления шоков предложения, инфляционные ожидания также увеличатся. Банку России придется существенно повысить ставку по сравнению с базовым сценарием и держать ее на повышенном уровне в течение продолжительного периода для предотвращения развития вторичных эффектов инфляционных ожиданий и возвращения инфляции к целевому уровню. Даже при гораздо более высоких ставках, по сравнению с базовым сценарием, инфляция вернется на цель только к концу 2025 года.

Темп прироста кредитования экономики в этом сценарии в 2023 году не будет превышать 5%, постепенно увеличиваясь в дальнейшем. Будут влиять как более высокий уровень ключевой ставки, так и ужесточение дополнительных неценовых требований к заемщикам на фоне роста неопределенности и ухудшения экономической ситуации.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «УСКОРЕННАЯ АДАПТАЦИЯ»

Табл. 3.3

	2020 (факт)	2021 (факт)	2022	2023	2024	2025
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
<b>Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>	<b>4,9</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0–15,0</b>	<b>3,5–5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,7	13,8–14,7	3,4–6,5	3,6–4,3	4,0
<b>Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>10,5–10,8*</b>	<b>5,5–7,5</b>	<b>5,0–6,0</b>	<b>5,0–6,0</b>
<b>Валовой внутренний продукт</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>(-6,0) – (-4,0)</b>	<b>(-2,0) – (+1,0)</b>	<b>2,5–3,5</b>	<b>2,0–3,0</b>
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,3	5,0	(-12,0) – (-8,5)	3,5–5,0	2,0–3,0	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	-4,9	7,2	(-5,0) – (-3,0)	(-1,0) – (+2,0)	3,5–4,5	2,0–3,0
– домашних хозяйств	-7,4	9,5	(-6,5) – (-4,5)	(-1,0) – (+2,0)	4,5–5,5	2,5–3,5
Валовое накопление	-4,1	8,9	(-22,0) – (-18,0)	15,0–19,0	5,0–7,0	3,0–5,0
– основного капитала	-4,6	6,8	(-7,5) – (-3,5)	(-1,5) – (+2,5)	3,5–5,5	2,0–4,0
Экспорт	-4,1	3,5	(-17,0) – (-13,0)	(-6,5) – (-2,5)	2,5–4,5	0,5–2,5
Импорт	-11,9	16,9	(-31,5) – (-27,5)	9,0–13,0	10,5–12,5	3,0–5,0
<b>Денежная масса в национальном определении</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>12–17</b>	<b>13–18</b>	<b>9–14</b>	<b>7–12</b>
<b>Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:</b>	<b>10,9</b>	<b>13,9</b>	<b>5–10</b>	<b>10–15</b>	<b>10–15</b>	<b>9–14</b>
– к организациям	10,2	10,7	5–10	9–14	9–14	8–13
– к населению, в том числе	12,9	22,0	5–10	11–16	10–15	9–14
– ипотечные жилищные кредиты	21,6	26,7	13–18	12–17	11–16	10–15
<b>Показатели платежного баланса*** (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
<b>Счет текущих операций</b>	<b>35</b>	<b>122</b>	<b>243</b>	<b>139</b>	<b>55</b>	<b>18</b>
Товары и услуги	77	170	277	175	94	58
Экспорт	381	550	593	534	500	486
Импорт	305	380	316	359	406	428
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-48	-33	-36	-39	-41
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>35</b>	<b>122</b>	<b>243</b>	<b>139</b>	<b>55</b>	<b>18</b>
<b>Финансовый счет (включая изменение резервов)</b>	<b>39</b>	<b>122</b>	<b>236</b>	<b>139</b>	<b>55</b>	<b>18</b>
Чистые ошибки и пропуски	4	0	-8	0	0	0
Сальдо финансовых операций частного сектора	50	74	246	138	55	16
<b>Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель</b>	<b>42</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>70</b>	<b>60</b>	<b>55</b>

\* С учетом того что с 1 января по 24 июля 2022 года средняя ключевая ставка равна 12,9%, с 25 июля до конца 2022 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 7,4–8,0%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) ([http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment\\_20210422.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf)).

\*\* 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 долевые 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 среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

\*\*\* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС»

Табл. 3.4

	2020 (факт)	2021 (факт)	2022	2023	2024	2025
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
<b>Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>	<b>4,9</b>	<b>8,4</b>	<b>12,0–15,0</b>	<b>13,0–16,0</b>	<b>8,0–9,0</b>	<b>4,0</b>
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,7	13,8–14,7	9,1–12,9	10,3–12,1	4,9–5,9
<b>Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>10,5–10,8*</b>	<b>11,5–13,5</b>	<b>12,0–13,0</b>	<b>6,0–7,0</b>
<b>Валовой внутренний продукт</b>	<b>-2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>(-6,0) – (-4,0)</b>	<b>(-8,5) – (-5,5)</b>	<b>(-3,0) – (-2,0)</b>	<b>0,0–1,0</b>
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,3	5,0	(-12,0) – (-8,5)	(-7,5) – (-5,5)	(-0,5) – (+0,5)	0,5–1,5
Расходы на конечное потребление	-4,9	7,2	(-5,0) – (-3,0)	(-4,5) – (-1,5)	(-2,5) – (-1,5)	0,0–1,0
– домашних хозяйств	-7,4	9,5	(-6,5) – (-4,5)	(-5,5) – (-2,5)	(-3,5) – (-2,5)	0,0–1,0
Валовое накопление	-4,1	8,9	(-22,0) – (-18,0)	(-5,5) – (-1,5)	(-1,0) – 1,0	0,5–2,5
– основного капитала	-4,6	6,8	(-7,5) – (-3,5)	(-9,5) – (-5,5)	(-2,5) – (-0,5)	0,5–2,5
Экспорт	-4,1	3,5	(-17,0) – (-13,0)	(-30,0) – (-26,0)	(-16,5) – (-14,5)	(-1,0) – (+1,0)
Импорт	-11,9	16,9	(-31,5) – (-27,5)	(-26,0) – (-22,0)	(-16,5) – (-14,5)	(-0,5) – (+1,5)
<b>Денежная масса в национальном определении</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>12–17</b>	<b>4–9</b>	<b>9–14</b>	<b>5–10</b>
<b>Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:</b>	<b>10,9</b>	<b>13,9</b>	<b>5–10</b>	<b>0–5</b>	<b>3–8</b>	<b>7–12</b>
– к организациям	10,2	10,7	5–10	0–5	2–7	7–12
– к населению, в том числе	12,9	22,0	5–10	(-1) – (+4)	3–8	7–12
– ипотечные жилищные кредиты	21,6	26,7	13–18	2–7	7–12	10–15
<b>Показатели платежного баланса*** (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
<b>Счет текущих операций</b>	<b>35</b>	<b>122</b>	<b>243</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Товары и услуги	77	170	277	64	28	34
Экспорт	381	550	593	282	224	242
Импорт	305	380	316	218	196	209
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-48	-33	-24	-25	-30
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>35</b>	<b>122</b>	<b>243</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>Финансовый счет (включая изменение резервов)</b>	<b>39</b>	<b>122</b>	<b>236</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Чистые ошибки и пропуски	4	0	-8	0	0	0
Сальдо финансовых операций частного сектора	50	74	246	38	3	3
<b>Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель</b>	<b>42</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>40</b>

\* С учетом того что с 1 января по 24 июля 2022 года средняя ключевая ставка равна 12,9%, с 25 июля до конца 2022 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 7,4–8,0%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) ([http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment\\_20210422.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf)).

\*\* 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 долевыми 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 среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

\*\*\* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.



## ВРЕЗКА 5. БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В 2022 – 2025 ГОДАХ

Бюджетная политика в данный период будет формироваться в условиях санкционных ограничений, значительного спада и посткризисного восстановления экономики России. Она будет направлена на поддержку и структурную трансформацию российской экономики.

В условиях ограничений стало невозможным проведение операций по бюджетному правилу в части покупки/продажи долларов США и евро в размере дополнительных/выпадающих нефтегазовых доходов (НГД). Кроме того, возникла необходимость существенного смягчения бюджетной политики и превышения расходов предельного уровня, определенных параметрами бюджетного правила. В результате действие отдельных положений бюджетного правила, связанных с использованием дополнительных нефтегазовых доходов и планированием предельного объема расходов федерального бюджета, было приостановлено.

В настоящее время обсуждаются различные варианты модификации бюджетного правила: в частности, изучается пересмотр уровня базовых НГД с учетом изменения структурных параметров мирового рынка нефти и санкционных ограничений против России.

Кроме того, Минфин России прорабатывает возможность реализации операционного механизма бюджетного правила по пополнению/расходу средств ФНБ в валютах дружественных стран (юань, рупии, турецкие лиры и другие). В случае его принятия бюджетное правило вновь сможет контрциклически воздействовать на курс рубля. В 2022 году в условиях значительного негативного влияния санкционных ограничений вместо планировавшегося ранее завершения фискальной консолидации 2021–2022 годов бюджетная политика вновь станет стимулирующей. Минфин России повысил плановый объем расходов федерального бюджета более чем на 3 трлн рублей (относительно параметров Федерального закона от 06.12.2021 № 390-ФЗ<sup>1</sup>) при ожидаемом снижении ненефтегазовых доходов (ННГД). С 2023 года в условиях обновленных параметров бюджетного правила начнется переходный период фискальной консолидации с завершением в 2025 году. В рамках переходного периода консолидации будут постепенно перестраиваться параметры федерального бюджета в части уровня базовых НГД. Длительность периода действия более мягких параметров бюджетной политики (в сравнении с бюджетным правилом) продиктована необходимостью финансирования мероприятий, направленных на поддержку структурной трансформации экономики. В этих же целях в течение 2022–2025 годов ожидается значительный объем инвестирования средств ФНБ во внутрироссийские проекты (часть этих операций была проведена в первом полугодии 2022 года).

Повышение планируемых расходов преимущественно связано с мерами по поддержке населения, бизнеса и рынка труда, включая программы льготного и субсидируемого кредитования, а также дополнительными средствами на выплаты ежемесячных пособий на детей (0,4 трлн рублей<sup>2</sup>). Кроме того, увеличение расходов бюджета в 2022–2024 годах связано с ускорением инфляции в 2022–2023 годах, для минимизации последствий которого Правительство Российской Федерации провело внеплановые индексации социальных трансфертов в июне 2022 года и повысило плановые индексации в 2023 году.

Ужесточение санкционного режима и ухудшение конъюнктуры долгового рынка привели к длительной приостановке аукционов Минфина России по размещению ОФЗ по-

<sup>1</sup> Федеральный закон от 06.12.2021 № 390-ФЗ «О федеральном бюджете на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов».

<sup>2</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 09.04.2022 № 630, распоряжение Правительства Российской Федерации от 15.04.2022 № 887-р.

сле февраля 2022 года с возможным возвратом на долговой рынок в конце 2022 года и отмене аукционов по размещению еврооблигаций. В 2023–2024 годах Минфин России будет активизировать свое участие на рынке ОФЗ, однако масштаб привлечений ожидается ниже уровней, установленных Федеральным законом от 06.12.2021 № 390-ФЗ в целях ограничения негативного влияния на конъюнктуру долгового рынка. Основным источником финансирования дефицита бюджета и погашений по долгу будут средства ФНБ и иные ликвидные остатки средств бюджета на счетах в банковской системе, значительный объем которых будет достаточен для финансирования всех обязательств в 2022–2025 годах.

Снижение ННГД в 2022–2023 годах относительно параметров Федерального закона от 06.12.2021 № 390-ФЗ, связанное с ухудшением деловой и потребительской активности и введением антикризисных мер по налогам и неналоговым сборам, будет частично компенсировано более высоким объемом НГД. Их поступление окажется выше за счет благоприятной ценовой конъюнктуры на рынках углеводородов и отдельных мер в нефтегазовой сфере<sup>3</sup>. Временную поддержку бизнесу окажет перераспределение поступлений по социальным страховым взносам с 2022 на 2023 год.

Стимулирующая бюджетная политика будет создавать некоторые проинфляционные риски в 2022 году и начале 2023 года. После прохождения периода стимулирующей политики 2022–2024 годов Минфин России перейдет к постепенному восстановлению объема средств ФНБ. Банк России будет учитывать влияние бюджетной политики как с позиции инфляционных рисков, так и с точки зрения влияния на денежно-кредитные условия и ликвидность банковского сектора.

<sup>3</sup> Разовое повышение ставки НДС в 2022 году: +1,2 трлн рублей, расширение действия НДС на отдельные месторождения (до 0,2 трлн рублей суммарно за 2023–2027 годы).

## ВРЕЗКА 6. КОНЦЕПЦИЯ РАВНОВЕСНОГО СОСТОЯНИЯ ЭКОНОМИКИ И ОТКЛОНЕНИЯ ОТ НЕГО ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПЕРЕМЕННЫХ (РАЗРЫВОВ)

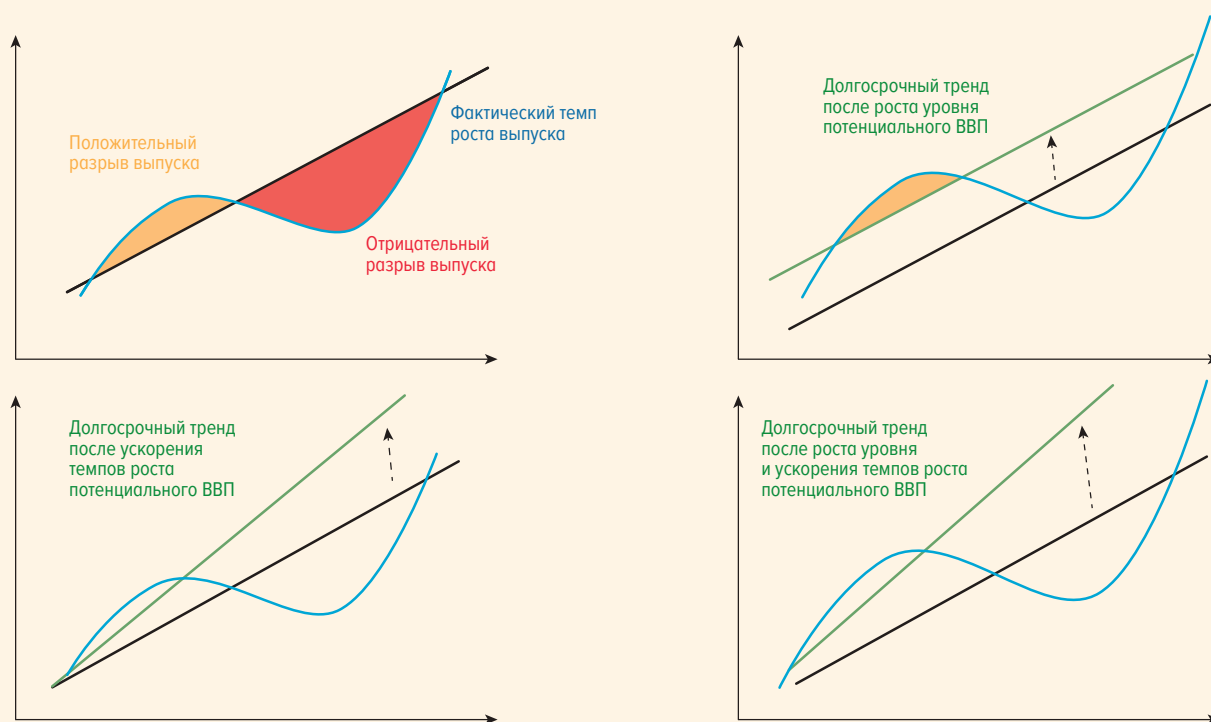
При проведении макроэкономической политики широко используется концепция долгосрочного равновесия в экономике. В этом случае все ключевые показатели в экономике растут постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами. То есть долгосрочное равновесие – это не конкретная точка, а устойчивая траектория, по которой движется экономика. При проведении денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции в долгосрочном равновесии потребительские цены растут темпом, соответствующим целевому уровню инфляции, а темпы роста экономики равны потенциальным и определяются темпами роста факторов производства, а также скоростью технологического развития.

В отсутствие внешних воздействий экономика может находиться в долгосрочном равновесии сколь угодно долго. Различные внутренние и внешние шоки циклической природы (например, рост цен на ресурсы, появление новых технологий, рост бюджетных расходов, изменений предпочтений потребителей, сокращение спроса на экспортные товары и так далее) могут приводить к краткосрочному отклонению экономики от равновесия – такое отклонение называется разрывом. Показателем разрыва можно характеризовать отклонения темпов экономического роста, инфляции, валютного курса, безработицы и прочих макроэкономических показателей от своих долгосрочных равновесных значений.

Наиболее часто в экономической литературе говорят о разрыве выпуска. Эта ненаблюдаемая величина показывает, насколько фактический выпуск отклонился от потенциально-

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ТРЕНД (ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ТЕМП РОСТА)

Рис. В-6-1



го. В свою очередь, потенциальный выпуск – это такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. В практике центральных банков релевантная концепция потенциального выпуска – уровень выпуска, не создающий про- или дезинфляционного давления. Другими словами, уровень, при котором в отсутствие новых шоков инфляция находится на целевом уровне. Потенциальный выпуск не статичен, а изменчив – в зависимости от динамики факторов производства (роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового оборудования), поэтому еще одна важная характеристика экономики – это темп роста потенциального выпуска, или скорость, с которой со временем меняется уровень потенциального выпуска.

Когда фактический темп роста выпуска из-за действия циклических шоков превышает потенциальный, в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска. Поскольку при положительном разрыве предложение не успевает расширяться вслед за спросом, в экономике формируется повышенное инфляционное давление. Темп роста цен начинает опережать цель по инфляции, и центральный банк должен повышать ставку, чтобы спрос вернулся к равновесию с предложением. В обратном случае, когда фактический темп роста оказывается ниже потенциального, формируется отрицательный (дезинфляционный) разрыв выпуска, а темп роста цен складывается ниже цели по инфляции. В этом случае центральному банку нужно снижать ставку, чтобы спрос повысился до уровня предложения.

Когда экономика сталкивается с масштабными структурными изменениями, может меняться как уровень, так и темп потенциального выпуска. Например, новые технологии могут существенно повысить темп роста потенциального выпуска, а ввод в эксплуатацию нового крупного завода – его уровень. Действие структурных факторов приводит к изменению долгосрочного равновесия, и оценка разрыва выпуска в новых условиях может оказаться как больше, так и меньше прежней. При этом реакция центрального банка ограничена только той частью разрыва, которая показывает отклонение фактического темпа роста от нового равновесного тренда. Мерами денежно-кредитной политики (и другим инструментарием центрального банка) невозможно вернуть экономику на прежний долгосрочный тренд.

В открытой экономике временные отклонения от равновесия могут быть связаны и с изменениями внутренних экономических условий, и с изменениями во внешнеэкономической конъюнктуре. Реакция со стороны макроэкономической политики (в том числе денежно-кредитной) на реализацию шоков позволяет минимизировать их последствия для экономики и способствовать ее скорейшему возвращению к своему долгосрочному равновесию.

Поскольку разрыв выпуска фактически является ненаблюдаемым показателем, в процессе оперирования концепцией равновесного состояния экономики для принятия решений по денежно-кредитной политике Банк России учитывает неопределенность, связанную с точностью его оценок. Так, полноценное понимание вероятного отклонения экономики от равновесного состояния формируется не только на основе эмпирических оценок с применением современного модельного аппарата, но и с помощью различных экспертных подходов, опирающихся на широкий спектр наблюдаемых экономических показателей, косвенно свидетельствующих о динамике разрыва выпуска. Подобный взвешенный подход обеспечивает робастность принимаемых решений по денежно-кредитной политике.

## 4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2022 И 2023 – 2025 ГОДАХ

### ОПЕРАЦИОННАЯ ЦЕЛЬ И СИСТЕМА ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Банк России в рамках стратегии таргетирования инфляции оказывает влияние на экономическую активность и динамику цен в основном через канал процентных ставок. Соответственно, операционной целью денежно-кредитной политики остается поддержание ставок овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки. В качестве основного индикатора стоимости заимствования в этом сегменте рынка Банк России рассматривает взвешенную процентную ставку необеспеченных однодневных межбанковских кредитов в рублях RUONIA (Ruble Overnight Index Average). Выбор этого сегмента рынка в качестве целевого обусловлен как тем, что формируемые здесь ставки представляют собой отправную точку для большинства ставок в экономике, так и тем, что Банк России имеет возможность практически напрямую с помощью своих инструментов воздействовать на уровень ставок.

Система инструментов управления ликвидностью банковского сектора включает обязательные резервы, аукционы и операции постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Банк России требует от банков поддерживать обязательные резервы, то есть определенные остатки средств в основном на открытых банкам корреспондентских счетах<sup>1</sup>. Так он задает необходимый уровень ликвидности и для каждого банка, и по банковскому сектору в целом. Если, по прогнозу, в результате изменения объема наличных денег в обращении, бюджетных операций или иных факторов, остаток средств на корреспондентских счетах всех банков оказывается выше или ниже уровня, необходимого для выполнения обязательных резервных требований и проведения клиентских платежей, Банк России абсорбирует избыточные или предоставляет недостающие средства путем проведения аукционов. Верхняя и нижняя границы процентного коридора определены ставками по однодневным инструментам постоянного действия. Его ширина составляет 200 б.п., а центр совпадает с ключевой ставкой. Процентный коридор формирует максимальную и минимальную альтернативную стоимость привлечения и размещения средств на межбанковском рынке, тем самым ограничивая колебания рыночных ставок и способствуя их сближению с ключевой ставкой. Таким образом, Банк России создает условия для формирования равновесия в сегменте овернайт денежного рынка.

Банк России ежедневно отслеживает ситуацию с ликвидностью банковского сектора. Однако основные операции по регулированию ликвидности проводит раз в неделю. В последние годы банковский сектор находился преимущественно в условиях структурного профицита ликвидности. Поэтому Банк России регулярно осуществлял операции по абсорбированию избыточных средств на срок 1 неделя. При изменении

<sup>1</sup> Предоставленное банкам право усреднять обязательные резервы на корреспондентских счетах, то есть не каждый день поддерживать соответствующий объем средств, а только в среднем за период четырех или пяти недель дает возможность гибко реагировать на значительные изменения уровня ликвидности, что способствует стабилизации рыночных ставок.



ситуации и формировании структурного дефицита ликвидности задействуются аукционы репо с предоставлением средств также на срок 1 неделя.

Операционная процедура денежно-кредитной политики позволяет Банку России эффективно управлять ставками денежного рынка как в текущей ситуации структурного профицита ликвидности, так и при ее дефиците. Банк России продолжает повышать технологичность своих операций и удобство их использования кредитными организациями.

## ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ И ДОСТИЖЕНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В 2022 году однодневные ставки денежного рынка находились преимущественно в нижней половине процентного коридора Банка России. За январь – июль 2022 года среднее отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России (спред) составило -27 б.п., увеличившись в абсолютном выражении на 12 б.п. по сравнению с прошлым годом (среднее за 2021 год: -15 б.п.). При этом волатильность спреда за январь – июль 2022 года возросла до 39 б.п. (за 2021 год: 21 б.п.).

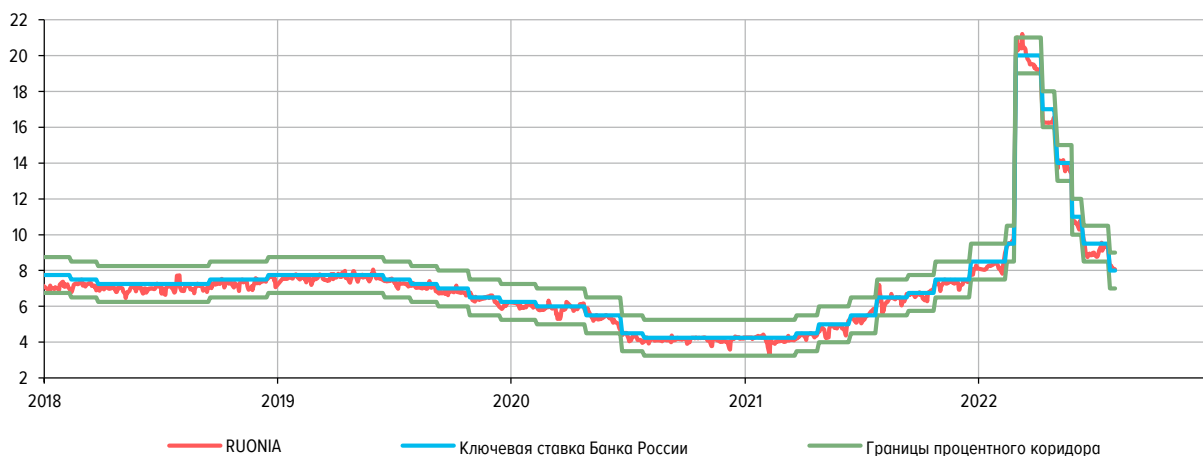
Ожидания банков относительно динамики ключевой ставки, как и в 2021 году, оказывали влияние на рыночную ставку RUONIA. С января по июль 2022 года ключевая ставка изменялась в диапазоне от 8,0 до 20% годовых. Первое повышение на 1 п.п., до 9,5% годовых, было прогнозируемо рынком и в начале февральского периода усреднения обязательных резервов отразилось в росте рыночных ставок за несколько дней до принятия соответствующего решения. В апреле – июле участники рынка, наоборот, ожидали снижения ключевой ставки, из-за чего отрицательный спред в отдельные дни возрастал. В случае внеочередных заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке подобные эффекты либо совсем отсутствовали, либо были значительно менее выражены.

В конце февраля – начале марта 2022 года в связи с резким переходом от профицита ликвидности к ее дефициту<sup>2</sup> волатильность RUONIA заметно возросла. В конце февраля после поступления налоговых платежей Федеральное казначейство не увеличило, как обычно, а, напротив, снизило объем размещения средств в банках, сформировав дополнительные остатки бюджетных средств на Едином казначейском счете в Банке России, которыми при необходимости можно было бы оперативно воспользоваться. Кроме того, для стабилизации ситуации на финансовом рынке Банк России в конце февраля несколько дней проводил интервенции на валютном рынке, что также привело к дополнительному оттоку ликвидности. Объем наличных денег вне Банка России в этот период значительно возрос. Во-первых, из-за повышенной экономической неопределенности население традиционно предъявляет высокий спрос на наличные деньги. Во-вторых, в ответ на рост спроса на наличные деньги со стороны клиентов кредитные организации увеличили собственные запасы наличных де-

<sup>2</sup> В среднем по периодам усреднения обязательных резервов в январе – июле позиция по ликвидности изменялась от дефицита в размере 1,9 трлн рублей до профицита в 2,4 трлн рублей. Рассматриваются периоды усреднения обязательных резервов с 12 января по 12 июля 2022 года. Среднее значение позиции по ликвидности за период усреднения обязательных резервов позволяет более объективно, чем при рассмотрении значения на фиксированную дату, оценить влияние долгосрочных факторов (в частности, бюджетных операций, динамики наличных денег в обращении) на ликвидность банковского сектора и снизить эффект от временных стратегий отдельных кредитных организаций по управлению остатками средств на корреспондентских счетах.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА  
(% годовых)

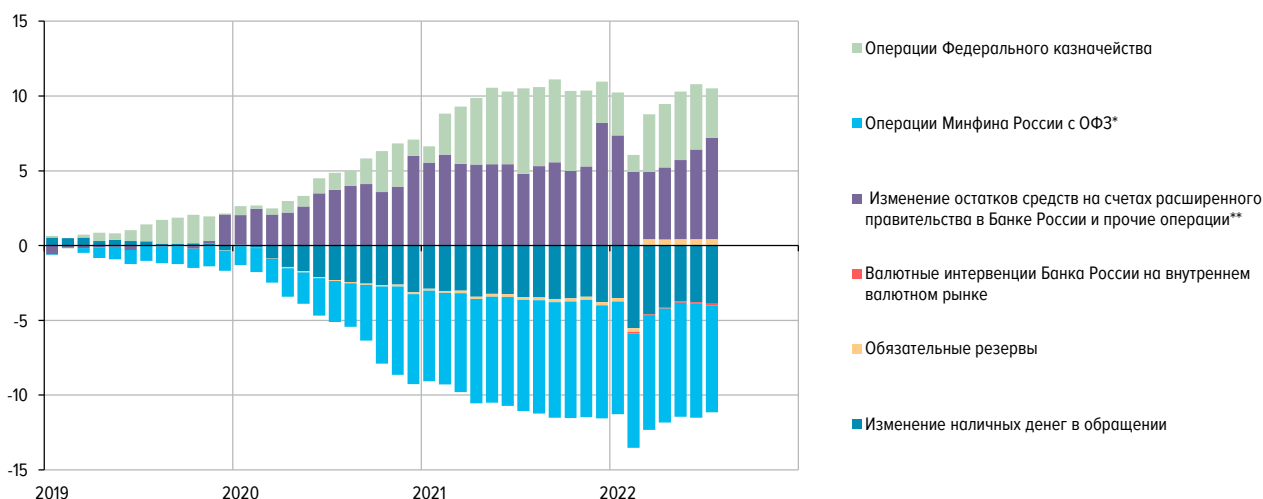
Рис. 4.1



Источник: Банк России.

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА  
(накопленным итогом, трлн руб.)

Рис. 4.2



\* Без учета купонных выплат.

\*\* Без учета операций по депозитам, репо и своп Федерального казначейства и операций Минфина России с ОФЗ, включая операции Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.

Источник: расчеты Банка России.

нег, чтобы полностью удовлетворить все запросы на снятие средств. Таким образом, около половины оттока наличных денег составил рост остатков в кассах и банкоматах банков. Возросшие опасения клиентов вынудили банки предъявлять повышенный спрос на ликвидность для проведения расчетов. Многие банки сформировали значительный запас средств на своих корреспондентских счетах. Обороты по операциям банков возросли и стали гораздо менее предсказуемыми.

Все эти факторы привели к росту стоимости заимствований на денежном рынке и снижению объемов сделок в его необеспеченном сегменте. В частности, в начале марта отдельные участники заключали сделки в сегменте МБК овернайт по ставке, превышающей верхнюю границу процентного коридора Банка России.

Для того чтобы поддержать устойчивость кредитных организаций, а также успокоить банки, которые практически перестали предоставлять средства друг другу, Банк

России принял ряд оперативных мер. Так, с начала марта основные недельные аукционы стали проводиться в форме репо вместо депозитов. С 28 февраля по 1 марта аукционы репо (недельный и «тонкой настройки») проводились без объявления лимита, то есть средства предоставлялись всем участникам в запрашиваемых ими объемах под соответствующее рыночное обеспечение.

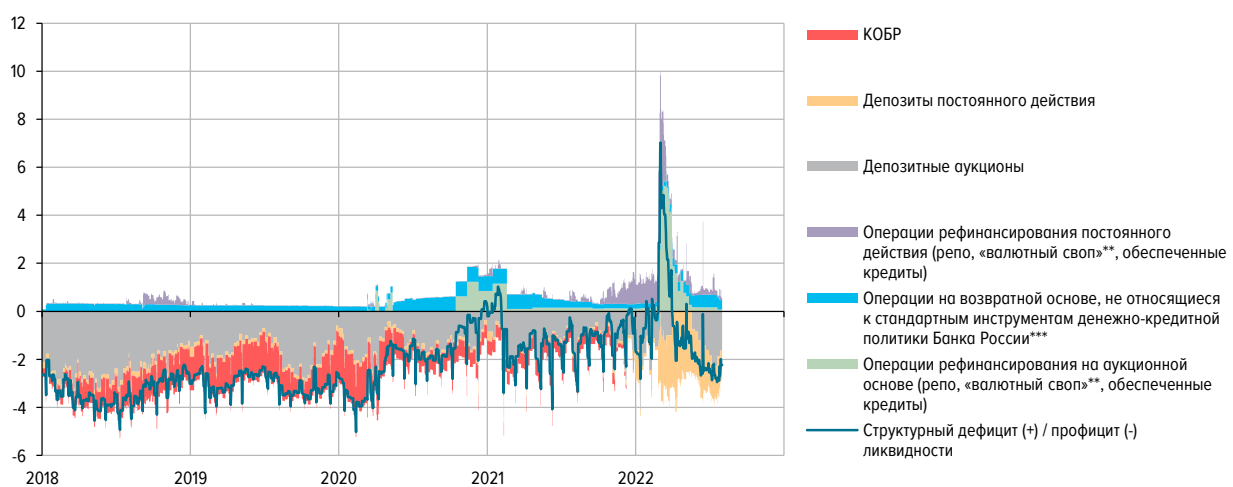
На фоне значительных оттоков средств из банков, непредсказуемого поведения клиентов, сложной ситуации на финансовых рынках и снижения доверия кредитных организаций друг к другу у банков сократились возможности прогноза собственной позиции по ликвидности. В результате увеличился их спрос не только на рефинансирование, но и на операции абсорбирования ликвидности. Поэтому Банк России ежедневно проводил и аукционы репо «тонкой настройки», и депозитные аукционы «тонкой настройки». Лимит по этим операциям был установлен на уровне 3 трлн рублей, что превышало потребность банков как в привлечении, так и в размещении средств, однако формировало сигнал о том, что недостатка ликвидности у кредитных организаций не будет. Частично заменив своими операциями денежный рынок, Банк России тем самым стабилизировал ситуацию.

Помимо операций репо, где залогом являются ценные бумаги, банки привлекали кредиты, обеспеченные нерыночными активами. Задолженность по этим операциям в начале марта достигла максимума в 5,0 трлн рублей. Для снижения операционной нагрузки на сотрудников кредитных организаций Банк России с 1 марта снизил ставки по кредитам под нерыночные активы на сроки от 2 до 90 дней до уровня ставок по однодневным операциям. С 25 марта были введены ломбардные кредиты на сроки от 2 до 90 дней по плавающей ставке, также приравненной к ставкам по однодневным операциям.

Из-за резкого роста потребности банков в ликвидности в конце февраля Банк России расширил Ломбардный список и смягчил требования к нерыночным активам, принимаемым в обеспечение по кредитам, увеличил индивидуальные лимиты бан-

СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ\*  
(трлн руб.)

Рис. 4.3



\* Требования Банка России к кредитным организациям по инструментам рефинансирования / обязательства Банка России перед кредитными организациями по инструментам абсорбирования избыточной ликвидности на начало операционного дня.

\*\* Операции «валютный своп» по покупке Банком России долларов США и евро за рубли.

\*\*\* Специализированные инструменты рефинансирования Банка России, кредиты, предоставленные Банком России в рамках безотзывных кредитных линий, операции «валютный своп» по продаже Банком России долларов США и евро за рубли.

Источник: Банк России.

ков по кредитам и операциям репо, чтобы банки могли при необходимости привлечь большой объем ликвидности<sup>3</sup>. Также было принято решение временно зафиксировать стоимость ценных бумаг для целей привлечения ликвидности у Банка России. Эти меры увеличили объем доступного кредитным организациям обеспечения в условиях высокой рыночной волатильности.

Дополнительной мерой поддержки банков стали изменения обязательных резервов. Для максимально оперативного предоставления ликвидности Банк России отменил штраф за невыполнение усреднения обязательных резервов по итогам февральского периода усреднения. Штраф не применялся в случае, если размер этого невыполнения не превышал 20% от величины, которую банки должны были поддерживать на корреспондентских счетах в этот период. Такая мера была эквивалентна оперативному снижению усредняемой части обязательных резервов на 20%. Это дало возможность банкам снизить корреспондентские счета и тем самым быстро высвободить значительный объем средств. В мартовском периоде усреднения Банк России снизил до 2% нормативы обязательных резервов по всем видам резервируемых обязательств и повысил до 0,9 коэффициент усреднения для банков с универсальной лицензией и банков с базовой лицензией, что также высвободило дополнительные средства как со счетов по учету обязательных резервов, так и с корреспондентских счетов банков.

В марте 2022 года приток ликвидности в банки возобновился. Федеральное казначейство и бюджеты субъектов Российской Федерации начали наращивать объем размещения средств на депозиты в банках. Объем этих операций за март – июнь не только превысил отток по ним в феврале, но и компенсировал превышение доходов бюджета над расходами за этот период. После того как спрос на наличные деньги стабилизировался, банки вернули не востребовавшие средства из касс и банкоматов на свои корреспондентские счета в Банке России. Также часть наличных денег впоследствии была возвращена населением в банки на фоне роста депозитных ставок. К середине мая динамика наличных денег приблизилась к сезонной траектории. В апреле банковский сектор вернулся к структурному профициту ликвидности.

<sup>3</sup> С 24 февраля 2022 года Банк России возобновил включение в Ломбардный список долговых ценных бумаг широкого круга эмитентов (облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, облигаций с ипотечным покрытием, корпоративных облигаций и еврооблигаций). С 25 февраля 2022 года для облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации, облигаций субъектов Российской Федерации и облигаций муниципальных образований, включаемых в Ломбардный список, минимальный уровень кредитного рейтинга выпуска (эмитента) установлен на уровне «А-(RU)»/«ruA-» по классификации кредитных рейтинговых агентств АКРА (АО)/АО «Эксперт РА». Для долговых эмиссионных ценных бумаг, выпущенных юридическими лицами – нерезидентами Российской Федерации, включаемых в Ломбардный список, минимальный уровень кредитного рейтинга выпуска установлен на уровне «BB-»/«Ba3» по классификации рейтинговых агентств S&P Global Ratings, Fitch Ratings/Moody's Investors Service. С 28 февраля 2022 года для организаций, входящих в Перечень, а также субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, входящих в Список субъектов, минимальный кредитный рейтинг установлен на уровне «А-(RU)»/«ruA» по классификации кредитных рейтинговых агентств АКРА (АО)/АО «Эксперт РА». С 27 февраля 2022 года расширен список основных видов деятельности юридических лиц, являющихся обязанными лицами или заемщиками по кредитным договорам, права требования по которым принимаются в обеспечение по кредитам Банка России.

Перечень – перечень юридических лиц, обязанных по кредитным договорам, права требования по которым включаются в пул обеспечения кредитов без проверки Банком России показателей бухгалтерской (финансовой) отчетности и иной информации об указанных лицах. Список субъектов – список субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, которые могут являться лицами, обязанными по кредитным договорам, права требования по которым могут быть включены в пул обеспечения кредитов Банка России.

В результате принятых Банком России мер и снижения потребности банков в ликвидности ситуация на денежном рынке со второй половины марта 2022 года начала стабилизироваться: ставка RUONIA стала формироваться вблизи ключевой ставки с небольшим отрицательным спредом. Активность денежного рынка также начала восстанавливаться: обороты в сегменте МБК овернайт приблизились к своему среднегодовому значению. Однако количество участников на рынке сократилось по сравнению с началом года, а наибольшая доля заимствований приходилась на несколько крупных банков. Кроме того, банки сохраняли высокий спрос на более надежные и краткосрочные инструменты для размещения избыточных средств: обеспеченные рыночные сделки репо овернайт и депозиты Банка России постоянного действия. Ожидается, что в дальнейшем банки перераспределят свои избыточные средства с депозитов в Банке России на депозиты в сегменте МБК овернайт.

Спрос на обеспеченные кредиты Банка России постоянного действия на фоне прилива ликвидности снизился. Банки привлекали дополнительные средства лишь в отдельные дни, что, как правило, было связано с разовыми факторами, в том числе со стратегиями банков по выполнению усреднения обязательных резервов на фоне ожиданий снижения ключевой ставки.

По мере нормализации ситуации с ликвидностью и возврата к структурному профициту Банк России начал сворачивать ранее принятые меры: лимиты операций «тонкой настройки» были снижены, а затем последовательно прекращено их ежедневное проведение. Также Банк России вернулся к определению стоимости обеспечения на основании рыночных цен и ужесточил требования к ряду активов, принимаемых в обеспечение.

Начиная с майского периода усреднения обязательных резервов, было возобновлено проведение недельных депозитных аукционов вместо аукционов репо. Это позволило абсорбировать избыточную ликвидность банков и поддержать ставку RUONIA вблизи ключевой ставки. В дальнейшем по мере увеличения структурного профицита устойчивая часть избытка ликвидности при необходимости будет абсорбироваться также через выпуск купонных облигаций, а объем эмиссии каждого выпуска, как и ранее, будет устанавливаться на основании прогноза ликвидности.

Начиная с регулирования размера обязательных резервов за май 2022 года, Банк России повысил нормативы обязательных резервов по всем категориям резервируемых обязательств в иностранной валюте<sup>4</sup>. Эта мера была направлена в том числе на сохранение тенденции на девальютизацию балансов кредитных организаций. Кроме того, после снижения нормативов в марте 2022 года соблюдение обязательных резервных требований не являлось для ряда банков основным стимулом поддержания средств на корреспондентских счетах. Чтобы иметь возможность проводить клиентские платежи, особенно в вечернее время, банки были вынуждены формировать избыточный запас средств на корреспондентских счетах. Это приводило к дополнительной волатильности спроса кредитных организаций на ликвидность. В результате снижалось предложение банков на недельных аукционах Банка России, но сохранялся спрос на краткосрочные инструменты размещения ликвидности, в том числе, как было отмечено выше, на депозиты постоянного действия. Очередное повышение нор-

<sup>4</sup> [Пресс-релиз Банка России от 29 апреля 2022 года](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=29042022_181714_DKP29042022_161859.htm) ([http://www.cbr.ru/press/pr/?file=29042022\\_181714\\_DKP29042022\\_161859.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=29042022_181714_DKP29042022_161859.htm)). Банк России повысил до 4% нормативы обязательных резервов по всем категориям резервируемых обязательств в иностранной валюте для банков с базовой лицензией и банков с универсальной лицензией.



мативов обязательных резервов в июле<sup>5</sup> будет способствовать формированию более устойчивого спроса кредитных организаций на ликвидность.

Банк России продолжил проведение аукционов репо на срок 1 месяц по фиксированной ставке и на срок 1 год по плавающей ставке, чтобы и далее обеспечить возможность для отдельных кредитных организаций компенсировать локальные дисбалансы в распределении ликвидности.

Как показал опыт 2022 года, система инструментов денежно-кредитной политики Банка России даже в условиях крайне высокой волатильности денежных потоков смогла в полном объеме удовлетворить потребность банков в ликвидности и компенсировать воздействие внешних факторов. Несмотря на экстраординарность шоков, с которыми столкнулся банковский сектор, действующая операционная процедура показала свою эффективность, гибкость и позволила в короткие сроки стабилизировать ситуацию. Немаловажным фактором в реализации этой цели стала достигнутая в преддверии кризиса устойчивость банковской системы. Банки обладали достаточным объемом качественных активов, под которые они смогли привлечь необходимый объем средств от Банка России. Меры поддержки, принятые Банком России, обеспечили непрерывность работы банков и способствовали восстановлению в короткие сроки оборотов в краткосрочном сегменте МБК денежного рынка в среднем до уровня начала 2022 года.

Помимо поддержки банков, Банк России принимал и ряд других мер для оказания помощи наиболее уязвимым сегментам экономики. Так, для субъектов МСП Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разработал антикризисные программы льготного кредитования. Общий лимит фондирования банков по этим программам составил 0,7 трлн рублей. Они дают возможность бизнесу получить оборотные кредиты сроком до 1 года, а также инвестиционные кредиты на срок до 3 лет по более низким ставкам. Программа оборотного кредитования позволила малым предприятиям получить льготные кредиты (или рефинансировать ранее полученные) по ставке не выше 15% годовых, а средним предприятиям – не выше 13,5%. По инвестиционным кредитам ставка конечному заемщику также не превышала 15% для малого и 13,5% для среднего бизнеса. К началу августа задолженность банков по данным инструментам составила 0,1 трлн рублей.

Банк России продолжает работу по совершенствованию инструментов денежно-кредитной политики. В ближайшие годы планируется реализовать более четкое разделение операций по предоставлению ликвидности по их функциям. В частности, Банк России планирует разделить операции постоянного действия на операции в рамках управления ставками денежного рынка и дополнительные операции для случаев, когда Банк России выполняет функции кредитора последней инстанции. При этом Банк России стремится создать систему инструментов, которая дестимулирует кредитные

<sup>5</sup> [Пресс-релиз Банка России от 25 июля 2022 года](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=25072022_195944_dkr22072022_170353.htm) ([http://www.cbr.ru/press/pr/?file=25072022\\_195944\\_dkr22072022\\_170353.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=25072022_195944_dkr22072022_170353.htm)). Банк России повысил нормативы обязательных резервов:

- на 1 п.п., до 3%, по всем категориям резервируемых обязательств в валюте Российской Федерации для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций;
- на 1 п.п. для банков с универсальной лицензией и банков с базовой лицензией и на 3 п.п. для небанковских кредитных организаций, до 5%, по всем категориям резервируемых обязательств в иностранной валюте.

Новые нормативы применяются начиная с регулирования размера обязательных резервов за август 2022 года. Нормативы обязательных резервов по всем категориям резервируемых обязательств в валюте Российской Федерации для банков с базовой лицензией остаются без изменения.

организации избыточно полагаться на операции постоянного действия Банка России в стабильных условиях и даст им возможность оперативно привлекать необходимую ликвидность в стрессовой ситуации при ее оттоке.

По мере развития системы быстрых платежей и иных платежных инноваций, введения цифрового рубля платежная система Банка России также будет адаптироваться и развиваться. В частности, в ближайшие годы будут разрабатываться варианты нового регламента ее работы, которые призваны, с одной стороны, расширить возможности осуществлять расчеты для банков и их клиентов, а с другой – сохранить эффективность реализации денежно-кредитной политики. Кроме того, цифровой рубль уже в 2023 году станет фактором, который будет оказывать влияние на ликвидность банковского сектора наряду с наличными деньгами. Кредитные организации начнут обменивать средства с корреспондентских счетов на цифровые рубли. Однако с учетом того, что на первоначальном этапе цифровые рубли будут использоваться в небольших объемах, на горизонте трех лет эти операции не окажут значимого влияния на ликвидность банков.

Кроме того, Банк России продолжит совершенствовать механизм обязательного резервирования<sup>6</sup>.

## ПРОГНОЗ ЛИКВИДНОСТИ

Профицит ликвидности в конце 2021 года составил 1,7 трлн рублей, что выше прогноза Банка России в размере 0,6–1,0 трлн рублей, представленного в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. Основными факторами отклонения были больший, чем ожидалось, объем бюджетных расходов в декабре 2021 года и снижение уровня корреспондентских счетов банков.

При поддержании обязательных резервов в течение периода усреднения банки учитывают свои ожидания изменения ключевой ставки. В течение периода усреднения они могут в одни дни поддерживать относительно высокие остатки на корреспондентских счетах, сокращая объем вложений в депозиты Банка России, в другие дни – низкие. Так, банки прогнозировали повышение ключевой ставки на заседании Совета директоров Банка России 17 декабря 2021 года. Поэтому первую часть периода усреднения обязательных резервов они поддерживали относительно высокие остатки на корреспондентских счетах, а в конце года разместили избыточные средства на депозиты в Банке России.

<sup>6</sup> В мае 2022 года состоялся переход на новый порядок формирования кредитными организациями обязательных резервов, при котором размер обязательных резервов рассчитывается Банком России по каждой кредитной организации исходя из величины резервируемых обязательств, определяемых по данным отдельных форм отчетности на одну дату (для банков с базовой лицензией) и данным о среднемесячных остатках балансовых счетов за отчетный период (для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций). Введена обязанность для всех кредитных организаций использовать механизм усреднения. При проведении Банком России ежемесячного регулирования обязательных резервов усредняемая часть обязательных резервов изменяется каждый месяц, а остаток средств на счете по учету обязательных резервов – один раз в год (в период регулирования с перерасчетом). Кроме того, предполагается уточнить перечень подлежащих резервированию балансовых счетов с учетом изменений бухгалтерского учета отдельных обязательств (субординированных инструментов), а также порядок расчета штрафа исходя из размера ключевой ставки, действующей в период нарушения. Также Банк России рассмотрит возможность представления кредитными организациями в качестве исходных данных для расчета размера обязательных резервов остатков балансовых счетов за каждый день отчетного периода.

Значительная концентрация бюджетных расходов, традиционная для конца года, в декабре 2021 года была заметно выше, чем обычно. Расходы превысили прогноз, в том числе за счет финансирования части обязательств прошлых лет. Как и ожидалось, Федеральное казначейство снизило уровень остатков бюджетных средств на Едином казначейском счете в Банке России. В результате в банках за 2021 год было дополнительно размещено 1,7 трлн рублей. Динамика наличных денег в 2021 году в целом сохранялась преимущественно вблизи траектории прошлых лет, которая наблюдалась до начала пандемии.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2022 года оценивается в диапазоне от 3,2 до 3,8 трлн рублей. Он учитывает предпосылку о приостановке Минфином России действия бюджетного правила и о финансировании части бюджетных расходов с использованием средств ФНБ. Эти операции, а также инвестирование средств ФНБ, сформируют основной приток ликвидности в банки. Кроме того, ожидается, что для проведения части расходов могут быть использованы бюджетные средства, временно размещенные Федеральным казначейством или бюджетами субъектов Российской Федерации на депозитах в кредитных организациях. При этом такие операции нейтральны для ликвидности и не приводят к изменению профицита.

Рост объема наличных денег в обращении в 2022 году, как ожидается, составит 0,5–0,7 трлн рублей. Это в целом соответствует обычной годовой динамике.

Повышение нормативов обязательных резервов в сентябрьском периоде усреднения приведет к росту спроса банков на ликвидность. При равномерном выполнении усреднения обязательных резервов банками объем их средств на корреспондентских счетах в Банке России в конце 2022 года составит 2,3–2,5 трлн рублей.

Банк России в дальнейшем планирует продолжить поэтапное повышение нормативов обязательных резервов. Данные решения будут приниматься с учетом ожидаемого увеличения структурного профицита, что позволит снизить волатильность спроса банков на ликвидность. Сдерживающее влияние на размер притока средств в банки окажет и увеличение объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает траекторию роста объема наличных денег в соответствии с динамикой номинального ВВП. При этом постепенное расширение практики использования безналичных расчетов будет ограничивать увеличение данного показателя. В результате на трехлетнем горизонте величина профицита ликвидности будет относительно стабильной.

Динамика структурного профицита ликвидности в 2023–2025 годах может значительно изменяться в зависимости от объема бюджетных операций и влияния других факторов формирования ликвидности. При более активном использовании средств ФНБ для финансирования бюджетных расходов, как, например, в сценарии «Глобальный кризис», его величина при прочих равных будет выше. И наоборот, чем в меньшем объеме будет расходоваться ФНБ, тем ниже будет структурный профицит ликвидности банковского сектора на прогнозном горизонте (сценарий «Ускоренная адаптация»).

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ СТРУКТУРНОЙ ПЕРЕСТРОЙКИ ЭКОНОМИКИ

#### Каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является ценовая стабильность, а основным инструментом ее достижения – управление ключевой ставкой. Изменения ключевой ставки транслируются в динамику ставок по кредитам и депозитам, котировок ценных бумаг и курса рубля. В свою очередь, ценовые параметры, складывающиеся в различных сегментах финансового рынка, влияют на сбережения, потребление, инвестиции, объемы и структуру внешней торговли. В результате изменяются агрегатный спрос в экономике и уровень цен.

Система экономических взаимосвязей, в рамках которой изменения ключевой ставки влияют на спрос и цены, обозначается термином *трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики*. Его основные элементы, представляющие собой цепочки причинно-следственных связей, называются *каналами трансмиссионного механизма* (схема 1).

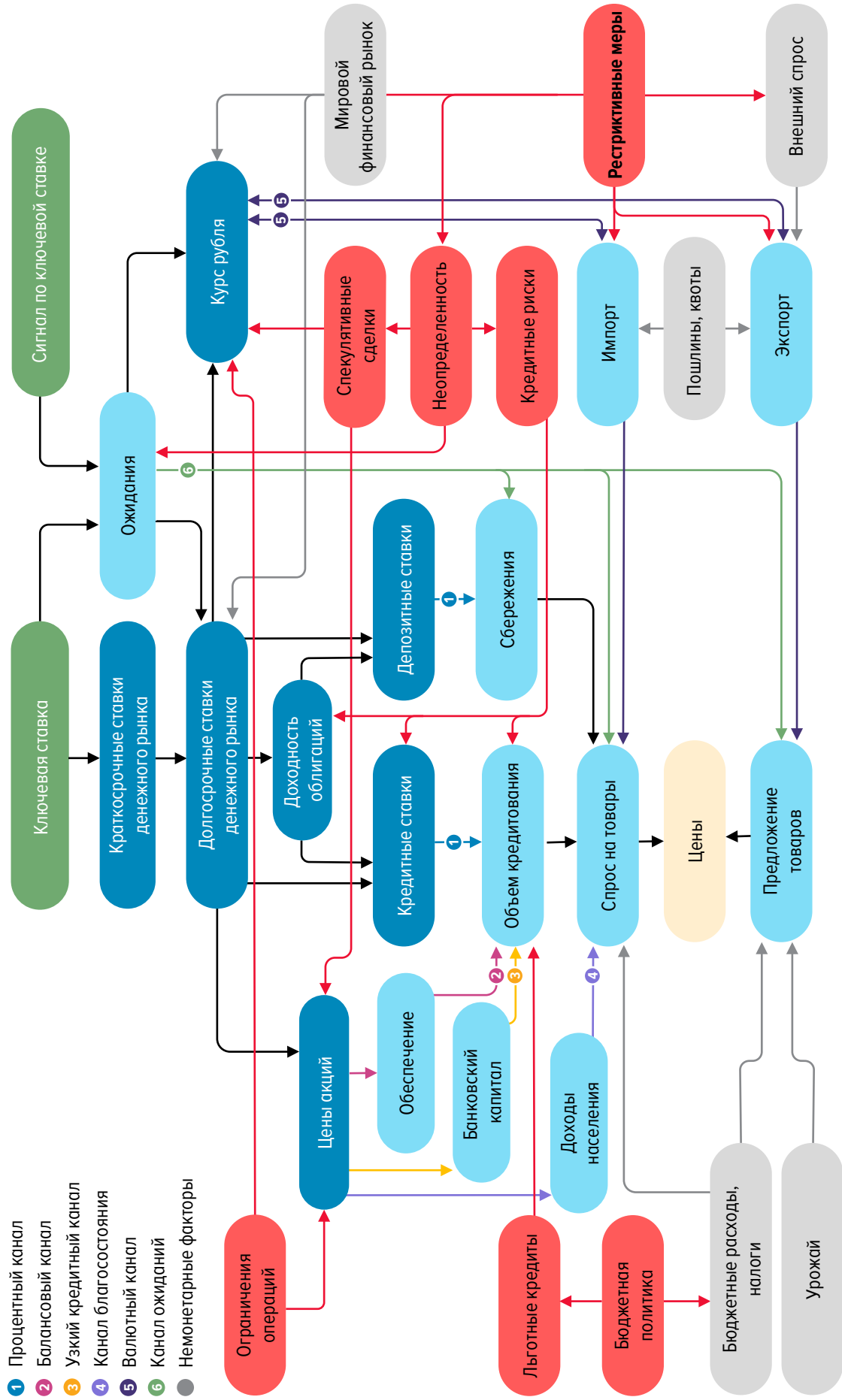
В основе большинства каналов трансмиссионного механизма лежит влияние ключевой ставки на ставки кредитов, депозитов, доходность облигаций и других финансовых инструментов. Это влияние осуществляется в несколько этапов. Сначала ключевая ставка воздействует на краткосрочные ставки денежного рынка, прежде всего – рынка межбанковских кредитов (МБК). Банкам невыгодно размещать средства дешевле, чем их можно разместить в Банке России, и заимствовать средства дороже, чем их можно привлечь в Банке России. Поэтому однодневные ставки денежного рынка всегда колеблются вблизи ключевой ставки.

Многократное заключение краткосрочных сделок является альтернативой привлечению (размещению) средств на более длительный срок. В связи с этим краткосрочные ставки МБК влияют на ставки по операциям на более длительный срок (доходности долгосрочной сделки и множества последовательных краткосрочных сделок должны быть сопоставимы). Причем в данном случае значимы не только текущие, но и ожидаемые ставки, определяемые прежде всего сигналом Банка России о возможных решениях по ключевой ставке. Если участники рынка ожидают снижения ключевой ставки, то ставки по долгосрочным операциям будут ниже, чем если ожидается повышение ключевой ставки. Крупные банки и финансовые компании могут размещать свободные средства как на денежном рынке, так и на рынке облигаций, отдавая предпочтение тому рынку, который приносит больший доход. Поэтому параллельно с изменением долгосрочных ставок денежного рынка корректируется и доходность облигаций.

Изменение ситуации на денежном рынке и рынке облигаций, в свою очередь, влияет на ставки по кредитам и депозитам, устанавливаемые банками. Это влияние, как

Схема 1

**ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ФАКТОРЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ**





правило, осуществляется с определенной задержкой (принятие банками решения об изменении своей ценовой политики требует времени). Кроме того, хотя основным фактором, определяющим уровень кредитных и депозитных ставок, является конъюнктура денежного и фондового рынков, на ставки по банковским продуктам влияет и множество факторов, не связанных непосредственно с денежно-кредитной политикой (от уровня кредитных рисков в экономике до изменений сберегательных предпочтений населения).

Важнейшим каналом трансмиссионного механизма в российской экономике является *процентный канал*, или *канал процентной ставки*, связанный с непосредственным влиянием процентных ставок на решения о потреблении, инвестировании и сбережении и, таким образом, на спрос в экономике и инфляцию. Рост ставок в экономике снижает привлекательность использования заемных средств для потребления и инвестиций. Более того, при достаточно высоких ставках снижается и привлекательность покупок за счет собственных средств, так как эти средства можно с прибылью разместить на финансовом рынке. В результате сокращается спрос в экономике и, соответственно, сдерживается инфляция. Снижение ставок, напротив, стимулирует использование собственных и заемных средств для потребления и инвестиций, поддерживая спрос и создавая условия для повышения инфляции.

Отдельную группу каналов трансмиссионного механизма образуют каналы, связанные с динамикой цен финансовых активов, прежде всего ценных бумаг. Снижение рыночных ставок, как правило, способствует росту котировок (в результате уменьшения привлекательности депозитов, более активного приобретения бумаг за счет подешевевших кредитов, а также вследствие ожиданий роста спроса в экономике и, соответственно, прибыли компаний, служащей источником дивидендов), а повышение ставок – падению котировок.

Рост стоимости бумаг, принадлежащих банкам, является источником прибыли, увеличения капитала и, таким образом, расширяет возможности банков наращивать кредитование (*узкий кредитный канал*). Ценные бумаги, принадлежащие компаниям и населению, могут служить обеспечением по кредиту, и рост их стоимости позволяет привлекать больше средств по сравнительно низким ставкам. Поэтому рост стоимости бумаг расширяет потенциал привлечения кредитов заемщиками (*балансовый канал*).

Кроме того, многие частные инвесторы стремятся поддерживать определенный объем активов («финансовый резерв»). Если котировки ценных бумаг (и, следовательно, благосостояние их владельцев) снижаются, их собственники склонны меньше потреблять и больше сберегать, чтобы компенсировать сокращение резерва. И напротив, рост котировок позволяет больше потреблять. Этот эффект называется в экономических исследованиях *каналом благосостояния*. В отдельных работах все три вышеназванных канала объединяются и обозначаются общим термином *канал цен активов*.

Ставки, складывающиеся на российском финансовом рынке, влияют также на выбор инвесторов между рублевыми и валютными финансовыми инструментами. Чем выше рублевые ставки, тем привлекательнее рублевые активы, выше спрос на рубли и крепче курс рубля. Укрепление рубля способствует снижению рублевой стоимости российского импорта и, соответственно, товарных цен на внутреннем рынке. Ослабление рубля (чему способствует снижение ставок), наоборот, ведет к удорожа-

нию импорта и общему усилению инфляционных тенденций. Влияние ключевой ставки на инфляцию через структуру и объемы внешнеэкономических связей определяется как *валютный канал трансмиссионного механизма*.

Охарактеризованные выше каналы трансмиссионного механизма дополняет *канал инфляционных ожиданий*. На решения компаний и населения влияет не только текущий уровень цен, но и ожидания его будущего изменения. К примеру, если участники рынка ожидают ускорения инфляции, они будут совершать покупки, не дожидаясь роста цен, и это будет способствовать дополнительному росту инфляции. И, напротив, ожидания снижения цен сдерживают инфляцию. Благодаря действию канала ожиданий, изменение ключевой ставки Банком России может привести к сдвигу ожиданий участников рынка и повлиять на инфляцию еще до того, как заработают описанные выше каналы трансмиссионного механизма.

Денежно-кредитная политика центрального банка – один из важнейших факторов, воздействующих на инфляцию в экономике. В то же время как на инфляцию, так и на промежуточные звенья трансмиссионного механизма (валютный курс, процентные ставки, объемы внешней торговли) влияет множество факторов, не зависящих от деятельности Банка России (климатических, политических, демографических), – *немонетарных факторов*. Кроме того, в экономике трудно найти элемент, не связанный (хотя бы косвенно) с трансмиссионным механизмом. Поэтому любые структурные сдвиги в экономике (технические, правовые, организационные) влияют и на функционирование трансмиссионного механизма. Значимость отдельных каналов, их эффективность и даже механизмы функционирования могут меняться. В 2022 году таких изменений было особенно много. Поэтому в данном пункте дан лишь обзор общих принципов функционирования каналов трансмиссионного механизма<sup>1</sup>. Дальнейший текст Приложения 1 посвящен влиянию специфических для 2022 года факторов на функционирование трансмиссионного механизма в целом и отдельных его каналов в частности.

### Структурная перестройка экономики в 2022 году и трансмиссионный механизм

В 2022 году Россия столкнулась с кардинальным изменением внешнеэкономической среды, связанным с ростом геополитической напряженности и масштабными рестриктивными мерами против российской экономики, ее отдельных отраслей, компаний и граждан. Изменение внешнеэкономической ситуации, связанные с ним защитные меры российских властей и структурная перестройка экономики повлияли на все аспекты функционирования российской экономики, в том числе на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. При этом общие принципы его функционирования, охарактеризованные выше, остались неизменными. Цепочки причинно-следственных связей, обеспечивающих влияние изменений ключевой ставки Банка России на совокупный спрос в экономике и инфляцию (см. пункт «Каналы трансмиссионного механизма»), продолжали действовать. Однако в условиях структурной перестройки экономики, связанной с возросшей экономической и геополити-

<sup>1</sup> Развернутое описание трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, в том числе количественные оценки эффективности функционирования отдельных его каналов, содержится в Приложении 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России» к [ОНЕГДКП 2022–2024 гг.](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022(2023-2024).pdf) ([http://www.cbr.ru/Content/Document/File/126064/on\\_project\\_2022\(2023-2024\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022(2023-2024).pdf)). Количественные оценки функционирования каналов трансмиссионного механизма в 2022 году не приводятся в связи с высоким уровнем неопределенности и масштабными изменениями в российской экономике, затрудняющими оценку отдельных экономических взаимосвязей.

ческой неопределенностью, расширился спектр не связанных с денежно-кредитной политикой факторов, оказывающих существенное влияние на процентные ставки, валютные курсы, структуру спроса и предложения на финансовом рынке, объемы внешнеэкономических операций и иные элементы трансмиссионного механизма. В результате влияние денежно-кредитной политики на экономику «зашумлялось» ([схема 1](#)).

Изменения в российской экономике, связанные с санкционным давлением и защитными мерами российских властей, затронули все каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, но глубина и продолжительность такого влияния для различных каналов существенно различались. Развернутое описание этого воздействия содержится в последующих пунктах Приложения 1. Обобщенно влияние изменений экономических условий на каналы трансмиссионного механизма можно охарактеризовать следующим образом:

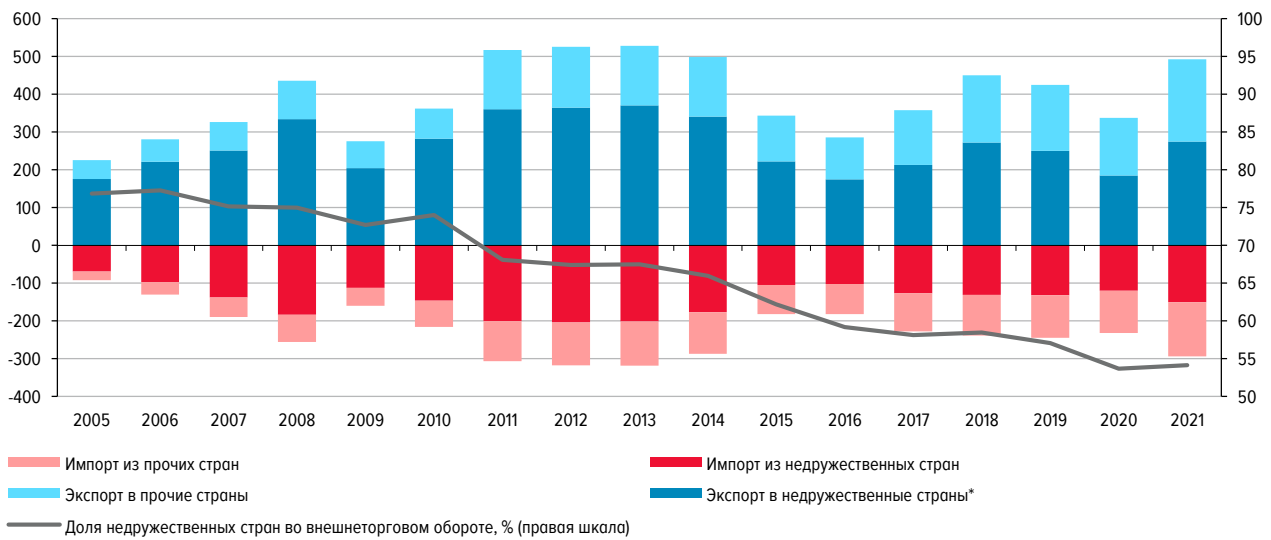
- *Процентный канал* продолжал функционировать. Однако наряду с ключевой ставкой на рыночные ставки, кредитную и сберегательную активность влияли специфические факторы (прежде всего переоценка рисков, связанная с санкциями), что требовало более сильных изменений ключевой ставки для достижения целей денежно-кредитной политики. В отсутствие новых шоков можно ожидать постепенного исчерпания этого эффекта по мере структурной перестройки экономики и адаптации к изменившейся ситуации.
- Функционирование *кредитного и балансового каналов* сдерживалось общим снижением склонности банков к риску в условиях возросшей неопределенности. Эффект будет смягчаться по мере адаптации банковского менеджмента к изменившимся условиям.
- В марте – апреле *канал благосостояния* не функционировал в связи с невозможностью совершения операций с ценными бумагами. В дальнейшем влияние ключевой ставки на котировки ценных бумаг было ограниченным вследствие масштабных внешних шоков (колебания цен на глобальных рынках, изменение параметров санкций). Восстановление эффективности канала благосостояния может потребовать длительного времени.
- Значимость *валютного канала* существенно снизилась. Ключевая ставка медленно и слабо влияет на курс рубля через ряд промежуточных звеньев (влияние на внутренние ставки, агрегатный спрос и импорт). Усилилось воздействие внешнеторговой конъюнктуры на курс рубля. До смягчения ограничений на движение капитала значимость валютного канала будет оставаться низкой.
- Эффективность *канала ожиданий* снизилась в условиях неопределенности и структурной перестройки экономики, затрудняющей оценки перспектив экономического развития. По мере перехода экономики к новому равновесному состоянию функционирование канала будет восстанавливаться.

### Санкционное давление

Среди многообразных структурных изменений экономики, повлиявших на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, можно выделить три основные группы. К первой группе относятся изменения, связанные с действиями недружественных стран (прямыми ограничительными мерами), а также опасениями введения новых мер, из-за которых ряд крупных компаний приняли решения об отказе от работы с российскими клиентами или об ограничении взаимодействия с ними.

СТРУКТУРА ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ РОССИИ ТОВАРАМИ  
(млрд долл. США)

Рис. П-1-1



\* Страны, включенные в перечень недружественных стран и территорий распоряжением Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430-р.  
Источники: ФТС, расчеты Банка России.

К началу 2022 года на недружественные страны приходилось около 56% общей стоимости российского экспорта и 51% импорта. Поэтому санкции в отношении операций с российскими компаниями и банками (экспорт и импорт широкого спектра товаров, предоставление финансирования, оказание ряда услуг) существенно ограничивали объемы внешнеторговых операций в 2022 году.

Однако эффект ограничительных мер не сводился к прямому влиянию на торговлю России с недружественными странами. Эти меры сдерживали и операции российских компаний с прочими странами. Во-первых, практика так называемых вторичных санкций (рестриктивных действий против внешнеэкономических партнеров России из третьих стран) вынуждала потенциальных партнеров использовать более сложную и дорогостоящую структуру операций, затрудняющую их идентификацию, что снижало привлекательность российского рынка. Во-вторых, ряд ограничительных мер затруднял проведение операций с партнерами из третьих стран (запрет на транспортное страхование или закрытие портов увеличивали издержки транспортировки товаров, замораживание активов требовало выстраивания новых механизмов расчетов и так далее).

Введенные ограничительные меры и ожидания новых мер оказывают существенное воздействие на основные элементы валютного канала трансмиссионного механизма. Опасения потерять средства в результате заморозки иностранных активов (для российских инвесторов) или запрет на совершение операций с отдельными российскими активами (для иностранных инвесторов) ограничивали свободный переток средств между рублевыми и валютными инструментами и, соответственно, влияние рублевых ставок на курс рубля. Спрос и предложение на валютном рынке в этих условиях определялись преимущественно динамикой торгового баланса. При этом вклад курса рубля в динамику экспорта и импорта снижался, так как на структуру торгового баланса в значительной мере влияли введение новых ограничительных мер и разработка механизмов нейтрализации этих мер. Это ограничивало эффективность валютного канала денежно-кредитной трансмиссии.

Ограничения на операции российских компаний с контрагентами из недружественных стран усложняли деятельность отдельных российских компаний, увеличивая операционные риски и требуя дополнительных издержек для преодоления создаваемых препятствий. Поэтому введение новых рестриктивных мер вело к переоценке инвесторами и кредиторами рисков и потенциальной рентабельности компаний, против которых применялись данные меры. Эта переоценка, в свою очередь, влияла на ставки по кредитам и доходность облигаций (через риск-премию, включаемую в ставки) и котировки акций компаний. Поскольку применение ограничительных мер носило массовый характер, они зачастую затрагивали большинство компаний отрасли. Таким образом, введение новых рестриктивных мер могло влиять на оценки положения отрасли в целом, отраслевого экспорта и импорта и, соответственно, курса рубля.

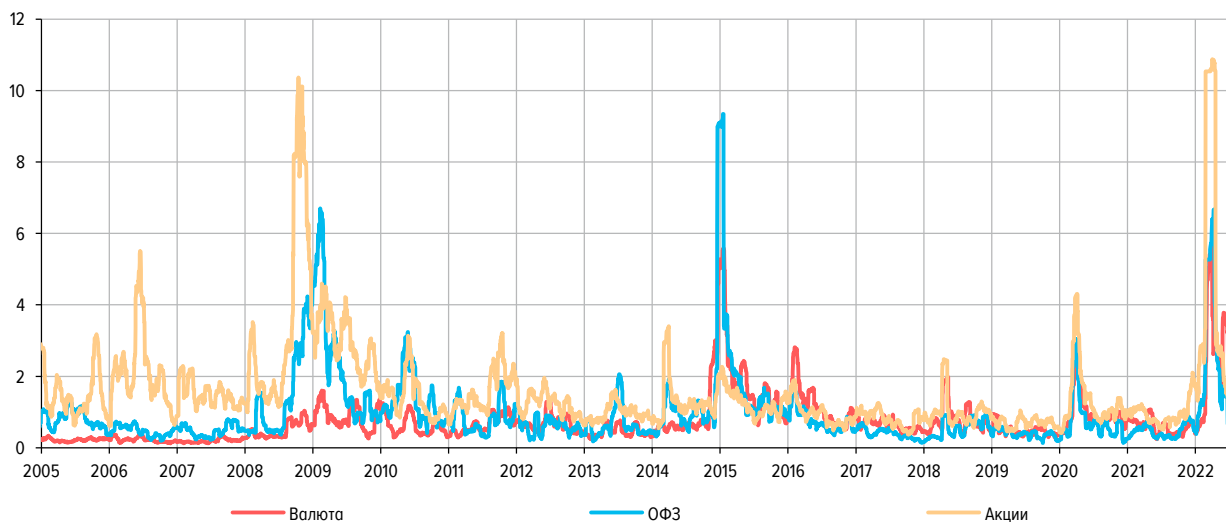
При этом оценка последствий рестриктивных мер для российской экономики была затруднена, так как развитие ситуации определялось комплексом факторов, большинство которых имеет внеэкономический характер и не поддается рациональному моделированию. В таких условиях возросло влияние публичных заявлений и единичных резонансных фактов на настроения участников рынка. Изменения этих настроений могут приводить к паническим продажам или ажиотажным покупкам активов, что в сочетании со спекулятивными операциями способствовало существенному росту волатильности в ряде сегментов российского финансового рынка.

В результате, хотя в 2022 году ключевая ставка по-прежнему оказывала влияние на ценообразование на кредитном, фондовом и валютном рынках, наряду с ней значимыми факторами ценообразования на финансовых рынках являлись ограничительные меры недружественных стран, увеличивающие ценовую волатильность. Это снижало эффективность как *процентного и валютного каналов* трансмиссионного механизма, так и *всех каналов, связанных с динамикой цен на фондовом рынке*.

Кроме того, на ценообразование на российском финансовом рынке влияли не только уже введенные рестриктивные меры, но и опасения введения новых санкций. Новости об изменении планов введения ограничительных мер, конфликтах и компромиссах между недружественными странами по вопросам введения очередного пакета

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ В ОСНОВНЫХ СЕГМЕНТАХ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА\*  
(%)

Рис. П-1-2



\* Историческая волатильность рассчитана как среднеквадратическое отклонение ряда логарифмических изменений показателя (курса доллара США к рублю/цены бескупонной облигации/индекса МосБиржи) за предыдущие 20 рабочих дней.  
Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.



мер сказывались на оценках перспектив российской экономики и отдельных ее сегментов. Как следствие, «зашумлялся» и *канал ожиданий* трансмиссионного механизма.

Возросшая неопределенность ожиданий, связанная как со сложностью оценки последствий уже введенных ограничительных мер, так и с перспективами введения новых ограничений, влияла также на оценку банками кредитных рисков и готовность наращивать кредитование заемщиков. Эти изменения кредитной политики банков воздействовали на объемы кредитования наряду с изменениями ключевой ставки и, соответственно, ограничивали эффективность *кредитного канала* трансмиссионного механизма.

### Защитные меры российских властей

Вторую группу факторов, повлиявших на функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, образуют действия российских властей, направленные на ограничение негативных последствий рестриктивных мер.

В целях смягчения упомянутого выше давления неблагоприятных факторов на волатильность курса рубля и котировок ценных бумаг, а также поддержания финансовой стабильности Банк России ввел ряд ограничений на совершение операций на фондовом и валютном рынках, на осуществление операций, связанных с движением капитала. В частности, в конце февраля и начале марта были временно запрещены совершение коротких продаж на фондовом рынке и продажа ценных бумаг, принадлежащих нерезидентам, приостановлены торги в секциях фондового и срочного рынков Московской Биржи. Для стабилизации валютного рынка была установлена обязательная продажа валютной выручки, запрещено предоставление валютных кредитов нерезидентам, введены ограничения на снятие наличной иностранной валюты с депозитов и продажу банками наличной иностранной валюты, установлена обязательная комиссия по операциям покупки иностранной валюты.

По мере снижения неопределенности и ослабления рисков для финансовой стабильности многие из перечисленных выше мер смягчались или отменялись. В частности, уже в конце марта были возобновлены торги в фондовой и срочной секциях Московской Биржи, в апреле была отменена комиссия на покупку иностранной валюты, в мае снижен норматив обязательной продажи валютной выручки, а в июне снят запрет на короткие продажи.

Введение ограничений на валютные и фондовые операции, их дальнейшее смягчение и отмена оказывали на настроения участников рынка и, соответственно, курс рубля и котировки ценных бумаг более существенное влияние, чем изменение ключевой ставки. Кроме того, по меньшей мере для части участников рынка эти ограничения затрудняли изменение структуры своих активов и обязательств. В результате ослаблялось влияние ключевой ставки на курс рубля и котировки акций, что снижало эффективность *валютного канала* трансмиссионного механизма и *каналов, связанных с динамикой цен активов*.

Ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, рост неопределенности и связанное с ним ослабление внутреннего спроса негативно сказывались на состоянии российских компаний. В целях поддержки национальной экономики министерства и ведомства наращивали объемы существующих программ льготного кредитования и инициировали новые программы (см. врезку 7 [«Программы льготного кредитования»](#)).

Наиболее популярной формой льготного кредитования в России оставалось субсидирование кредитных ставок. Именно этот механизм использовался в наиболее значимых программах (льготная ипотека, кредиты сельскому хозяйству, малому и среднему бизнесу, системно значимым предприятиям). В этих программах субсидия рассчитывается на основе ключевой ставки, что позволяет конечным заемщикам получать кредит по невысокой фиксированной ставке, а кредитным организациям – хеджировать процентные риски. Растущая доля льготных кредитов в объемах рынка ослабляла влияние ключевой ставки на стоимость заемных средств для конечных заемщиков и тем самым снижала эффективность *процентного канала* трансмиссионного механизма.

Еще одной формой государственной поддержки кредитования являются программы льготных государственных гарантий по кредитам, минимизирующие премию за риск, включаемую в кредитные ставки. Конечная ставка по кредитам, обеспеченным госгарантиями, ниже, чем ставка по необеспеченным кредитам, но она изменяется вслед за изменением ключевой ставки, как и другие рыночные ставки. Поэтому такие льготные кредиты не препятствуют функционированию процентного канала. Однако государственные гарантии позволяют банкам наращивать кредитование, игнорируя уровень надежности конечного заемщика. Это ослабляет связь между уровнем рыночных ставок и объемами кредитования, обусловленную готовностью банков наращивать вложения в активы с более высоким уровнем риска (так называемый «канал принятия риска», объединяющий элементы *балансового и узкого кредитного каналов*).

С льготным кредитованием смыкаются масштабные программы льготной реструктуризации выданных ранее кредитов. В 2022 году была перезапущена программа кредитных каникул для малого и среднего бизнеса и населения. Кроме того, был установлен особый порядок начисления процентов по кредитам, выданным по плавающей ставке<sup>2</sup>. Плавное повышение ставки по кредитам в соответствии с этим порядком позволило заемщикам адаптироваться к резко изменившейся рыночной конъюнктуре и избежать нарушения обязательств по кредитам. Эти меры сдерживали сокращение кредитования (в том числе за счет неухудшения качества банковских активов, позволяющего сохранять предложение кредитов), ограничивая влияние февральского повышения ключевой ставки на кредитную активность.

Льготное кредитование было не единственной формой поддержки экономики в условиях ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры. Предоставление налоговых льгот в сочетании с наращиванием бюджетных расходов способствовало притоку денежных средств в реальный сектор. Средства, поступающие в экономику по бюджетному каналу, позволяли бюджетополучателям отказаться от привлечения новых заимствований или погасить привлеченные ранее кредиты безотносительно к динамике кредитных ставок.

### Структурная перестройка российской экономики

Ограничительные меры недружественных государств и действия российских властей по поддержке национальной экономики оказали существенное влияние на состояние внешнеэкономической и внутрироссийской деловой среды, сравнительную привлекательность различных товаров и финансовых услуг. Можно ожидать сохране-

<sup>2</sup> Федеральный закон № 71-ФЗ от 26.03.2022 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

ния по меньшей мере части этих изменений в долгосрочной перспективе даже в случае снижения геополитической напряженности.

С одной стороны, протекционистские мотивы создают предпосылки сохранения ограничений в отношении отдельных отраслей российской экономики. С другой стороны, события первой половины 2022 года продемонстрировали, что использование иностранного сырья, оборудования, финансовых ресурсов не только позволяет пользоваться выгодами международного разделения труда, но и сопряжено с повышенными рисками нарушения поставок и расчетов. Независимо от дальнейшего развития событий российские компании и их иностранные партнеры будут учитывать эти риски и перестраивать структуру своих операций, стремясь минимизировать возможные потери.

Со структурной перестройкой российской экономики, обусловленной резким изменением внешнеэкономических условий, связана третья группа факторов, повлиявших на функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В частности, замораживание активов ряда российских компаний продемонстрировало, что в силу возросших операционных рисков иностранные активы (во всяком случае активы в юрисдикциях, контролируемых недружественными государствами) не являются полноценной альтернативой российским активам. При этом до недавнего времени внешние финансовые операции российского бизнеса концентрировались в крупнейших международных финансовых центрах, находящихся под контролем недружественных государств. Возможности наращивать активы в нейтральных юрисдикциях были ограничены как из-за недостаточного развития необходимой инфраструктуры, так и вследствие меньшей универсальности финансовых центров, расположенных в этих юрисдикциях. Возросшие риски по иностранным активам способствовали формированию избытка предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, что вело к укреплению рубля, не связанному с динамикой ключевой ставки. Это послужило дополнительным фактором снижения эффективности *валютного канала* трансмиссионного механизма.

Дезорганизация сложившихся внешнеторговых связей (вследствие как прямых торговых ограничений, так и усложнения логистики и расчетов по экспортным и импортным сделкам) вынуждала российские компании пересматривать структуру своих закупок и сбыта. Переориентация на новые рынки сбыта сопряжена с дополнительными издержками и зачастую требует предоставления дисконтов для привлечения покупателей, что снижает рентабельность продаж. Схожим образом переориентация на новые источники поставок также связана с дополнительными издержками, в том числе косвенными (корректировка параметров технологического процесса под новые источники сырья, освоение нового оборудования и так далее). Эти факторы снижают рентабельность экспортных и импортных операций безотносительно к динамике валютного курса, что также уменьшает эффективность *валютного канала* денежно-кредитной трансмиссии.

В условиях локального снижения привлекательности экспортных и импортных операций росла заинтересованность компаний во внутреннем рынке. В ряде сегментов российского рынка товаров и услуг отмечался рост конкуренции, оказывавший понижающее давление на цены. Влияние этого фактора на цены было не связано с денежно-кредитной политикой и искажало функционирование *всех каналов* трансмиссионного механизма.

Изменение внешнеэкономических операций влечет за собой изменение бизнес-моделей российских компаний, причем не только экспортеров и импортеров, но и их поставщиков, подрядчиков, клиентов и конкурентов. В результате изменений в структуре поставок и сбыта российских компаний усложняется оценка финансового положения компаний-контрагентов, растет неопределенность, компании могут переориентироваться на новых поставщиков и подрядчиков, с которыми еще не налажены деловые связи. Одними из последствий этого являются нарушение потока платежей, рост заинтересованности в получении предоплаты, что способствует увеличению спроса на краткосрочные корпоративные кредиты (кредиты на пополнение оборотных средств). Рост долговой нагрузки компаний, связанный с наращиванием краткосрочного кредитования, ограничивал их возможности гибко управлять кредитным портфелем и снижал эффективность *процентного и кредитного каналов* трансмиссионного механизма.

Структурная перестройка затронула не только компании, но и население. В частности, в условиях возросшей неопределенности и опережающего роста краткосрочных депозитных ставок, как и в прошлом, происходил переток сбережений населения в краткосрочные депозиты. Однако в 2022 году масштабы этого перетока существенно превышали аналогичный показатель предыдущих эпизодов нестабильности: за март – апрель более половины всех долгосрочных рублевых депозитов перетекло в краткосрочный сегмент рынка. Резко снизившаяся срочность депозитов населения повышала их оборачиваемость, ускоряя влияние ключевой ставки на изменения сберегательного поведения населения и повышая эффективность отдельных аспектов *процентного канала* трансмиссионного механизма.

В то же время в условиях снижения определенности среднесрочных экономических ожиданий росла склонность населения к сбережениям, что проявлялось, в частности, в снижении заинтересованности в привлечении потребительских кредитов. В сочетании с характерным для периодов нестабильности переходом банков к более консервативной кредитной политике это способствовало резкому снижению объемов операций на рынке потребительского кредитования. В результате влияние денежно-кредитной политики на объемы потребительского кредитования и потребительский спрос ослаблялось.

### Восстановление эффективности трансмиссионного механизма

Необходимо отметить, что перечисленные выше факторы, снижающие эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, носят временный характер. Для части ограничительных мер недружественных государств к настоящему времени уже выработаны механизмы смягчения их негативных последствий. По некоторым мерам, издержки которых для недружественных стран были недооценены, установлены исключения или смягчен санкционный режим. Учитывая растущие дисбалансы на глобальных рынках, можно ожидать дальнейшего смягчения негативных последствий санкционных ограничений.

Меры российских властей, направленные на ограничение рисков для финансовой стабильности, смягчаются уже сейчас. Эти меры изначально были введены как временные, и можно ожидать их дальнейшего смягчения по мере ослабления угроз для финансовой стабильности.

Наконец, влияние структурной перестройки экономики на эффективность денежно-кредитной трансмиссии связано не с новой структурой экономики, а с переходом от одной структуры к другой, с издержками подстройки экономики к изменившимся внешним условиям. По мере адаптации экономики, выстраивания новых деловых связей, развития новой транспортной и расчетной инфраструктуры необходимость в структурных сдвигах будет уменьшаться. Поэтому будет ослабляться и влияние структурных сдвигов в экономике на элементы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а эффективность этого механизма будет восстанавливаться.

Однако будущее восстановление эффективности трансмиссионного механизма не означает восстановления всех его форм и особенностей, преобладавших до 2022 года. Структурная перестройка так или иначе затрагивает все элементы экономики, в том числе и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики.

В частности, значимым фактором, влияющим на функционирование трансмиссионного механизма может стать постепенное замещение долларов США и евро во внешнеэкономических расчетах рублями и валютами стран-партнеров. Если доля рублей во внешнеэкономических контрактах (в том числе в качестве валюты цены) будет расти, это приведет к снижению значимости валютного канала трансмиссионного механизма, так как динамика курса рубля в меньшей мере будет влиять на объемы экспортных и импортных операций. В то же время в условиях растущей диверсификации валютной структуры внешнеторговых платежей на экспорт и импорт будут влиять курсы рубля к более широкому кругу валют. В этом случае искажающее влияние шоков, связанных с рынками отдельных иностранных валют, на эффективность валютного канала будет ослабевать. Итоговое изменение вклада валютного канала в функционирование трансмиссионного механизма будет определяться соотношением рубля и валют стран-партнеров в структуре внешнеторговых расчетов.

Ожидаемый рост международных расчетов в рублях может повлиять не только на валютный канал трансмиссионного механизма. Нарастание таких расчетов способствует увеличению потребности в рублях для обслуживания расчетов и, соответственно, росту спроса на рублевые кредиты со стороны как российских компаний, так и их иностранных контрагентов. Растущее влияние внешнеэкономической конъюнктуры на динамику спроса на кредитном рынке и расширение круга заемщиков потребуют доработки кредитной политики банков, что будет вести к усложнению функционирования *кредитного канала*. Кроме того, при наращивании рублевых кредитных операций, связанных с обслуживанием внешнеторговых операций, можно ожидать роста доли рублевых финансовых инструментов в иностранных активах и обязательствах российских банков. Это будет ослаблять влияние конъюнктуры международного валютного рынка на финансовое положение российских банков, способствовать росту их финансовой устойчивости, тем самым повышая эффективность *всех каналов* трансмиссионного механизма.

Еще одним аспектом структурной перестройки экономики, оказывающим влияние на трансмиссионный механизм, может стать дальнейшее углубление процессов импортозамещения. Помимо государственных программ поддержки внутреннего производителя, этому способствуют переоценка рисков, связанных с устойчивостью импортных поставок, и стремление минимизировать эти риски. При сокращении доли



внешней торговли в ВВП можно ожидать общего снижения значимости *валютного канала* для трансмиссионного механизма и роста значимости *процентного канала*, а также других каналов, связанных с доступностью заемных средств на внутреннем финансовом рынке.

Закономерным результатом возросших операционных рисков по внешним финансовым сделкам является постепенное ослабление связей с крупнейшими финансовыми центрами, контролируруемыми недружественными государствами. Это создает условия как для диверсификации внешних финансовых связей, так и для развития внутреннего финансового рынка. При расширении круга партнеров по международным финансовым сделкам можно ожидать уменьшения влияния на внутренний спрос и инфляцию немонетарных факторов, связанных с колебаниями конъюнктуры на отдельных иностранных финансовых рынках. Если на фоне сокращения операций в крупнейших финансовых центрах будет развиваться внутренний финансовый рынок, это приведет к повышению эффективности *процентного и кредитного каналов* трансмиссионного механизма.

Отдельно следует отметить возросшие операционные риски и транзакционные издержки по вложениям российских инвесторов в иностранные ценные бумаги. Ограничительные меры против крупнейших российских банков и аффилированных с ними брокеров способствовали снижению привлекательности вложений в иностранные ценные бумаги. Поэтому в среднесрочной перспективе можно ожидать роста доли российских активов в сбережениях населения. Поскольку российские активы, в отличие от иностранных, подвержены влиянию денежно-кредитной политики, это будет способствовать росту эффективности *канала благосостояния*.

Банк России, разрабатывая денежно-кредитную политику, учитывает структурную перестройку экономики в целом и изменения в функционировании трансмиссионного механизма в частности.

## ВРЕЗКА 7. ПРОГРАММЫ ЛЬГОТНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Значимым фактором функционирования российского кредитного рынка являются программы льготного кредитования, связанные преимущественно с субсидированием процентной ставки по кредиту. Подобные программы используются в России с начала XXI века (программы льготного сельхозкредитования и авиализинга действовали уже в 2002–2003 годы). Однако массовость они приобрели только во второй половине 2010-х годов. Снижение уровня инфляции и рост ее предсказуемости способствовали распространению долгосрочного кредитования: если в 2001 году на кредиты сроком свыше 3 лет приходилось лишь 6–7% портфеля рублевых кредитов нефинансовым организациям, в 2015 году этот показатель составлял уже 43–46%). Компании развивали свои бизнес-модели, более активно используя заемные средства, и в этих условиях возросла эффективность программ льготного кредитования.

В 2015–2019 годах действовал ряд крупных программ льготного кредитования (семейная ипотека, льготное сельхозкредитование и кредитование малого и среднего бизнеса) и несколько десятков специализированных программ, связанных с поддержкой отдельных отраслей, регионов и даже инфраструктурных проектов. Наиболее массовая модель их реализации использует субсидирование кредиторов: банки выдают заемщику кредит по определенной условиям программы льготной ставке, существенно уступающей рыночному уровню, они же получают проценты по этой ставке, а государственные органы, ответственные за реализацию программы, в дальнейшем перечисляют банку-кредитору субсидию, компенсирующую недополученную прибыль. Как правило, субсидия рассчитывается на основе ключевой ставки Банка России. Такая модель весьма привлекательна для банков, поскольку позволяет не только получить дополнительный доход, но и защититься от процентного риска. При повышении ключевой ставки рост процентных расходов по депозитам компенсируется увеличением получаемой субсидии. Поэтому, стремясь нарастить кредитование в рамках льготных программ, многие банки предлагают заемщикам скидку от ставки кредитования, определенной условиями программы льготного кредитования.

В последние годы льготные программы стали одним из основных инструментов стимулирования экономической активности и смягчения последствий внешних шоков. В частности, в период нестабильности, связанный с пандемией COVID-19, были введены программы льготного кредитования на сохранение занятости (так называемые программы ФОТ 0, ФОТ 2.0 и ФОТ 3.0), а также программа льготной ипотеки для неограниченного круга заемщиков. В 2022 году, чтобы смягчить последствия ограничительных мер, были предложены крупные программы льготного кредитования для системно значимых предприятий и импортеров приоритетной продукции, продлена программа льготной ипотеки на новостройки и запущен ряд специализированных программ. Доля льготных кредитов в кредитном портфеле в тот период резко увеличилась.

Широкое использование программ льготного кредитования связано со способностью этого инструмента приводить к локальному росту спроса, многократно превосходящему бюджетные расходы, что можно обозначить как мультипликатор субсидий. Этот эффект наиболее заметен при субсидировании ставок по краткосрочным кредитам: к примеру, субсидия, снижающая ставку по полугодовому кредиту на 8 п.п., позволяет нарастить кредитование на сумму, в 25 раз превышающую расходы на субсидирование, по однолетнему

кредиту – в 12 раз<sup>1</sup>. В то же время при предоставлении аналогичной субсидии по кредиту на 15 лет итоговые расходы на субсидирование ставки могут превышать прирост кредитования.

Ставки по льготным кредитам, как правило, не зависят от денежно-кредитной политики, смягчая денежно-кредитные условия в экономике и «зашумляя» функционирование процентного канала трансмиссионного механизма. По оценкам Банка России, к середине 2022 года кредиты, выданные в рамках льготных корпоративных программ, составляли не менее 12,5% портфеля рублевых корпоративных кредитов (5,0 трлн рублей). На рынке ипотеки эти показатели превышали 20% и 2,5 трлн рублей соответственно<sup>2</sup>. Смягчение денежно-кредитных условий, вызванное растущими объемами льготных операций, относится к числу немонетарных факторов, учитываемых Банком России при разработке и проведении денежно-кредитной политики.

Льготные кредиты – не единственная нерыночная составляющая кредитного портфеля банков. В частности, объемы кредитования аффилированных заемщиков до недавнего времени превышали объемы льготного кредитования. Однако большая часть таких операций приходится на кредитование финансовых организаций, входящих в одну группу с банком. В сегменте кредитования нефинансовых заемщиков влияние этого фактора невелико. Кроме того, предлагая аффилированным заемщикам более привлекательные ценовые и неценовые условия, банк руководствуется теми же соображениями максимизации прибыли, что и при рыночном кредитовании. Однако в этом случае банк, наряду с процентами по кредиту, располагает другими источниками прибыли (дивиденды, доход от общих с заемщиком проектов и так далее). Поэтому изменения ключевой ставки в конечном итоге влияют на ставки и объемы кредитования аффилированных заемщиков. Такие операции усложняют функционирование процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма, но не препятствуют ему.

Чем шире круг заемщиков и дольше срок программы льготного кредитования, тем большие макроэкономические дисбалансы она может порождать. С одной стороны, чтобы ослабить проинфляционный эффект таких программ, Банк России вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, и снижение ставки для одних групп заемщиков сопровождается повышением для всех остальных. С другой стороны, субсидии, обеспечивающие снижение кредитных ставок, выплачиваются за счет средств бюджета (то есть налогов, собираемых со всей экономики), представляя собой механизм перераспределения средств между различными группами экономических субъектов. Это имеет особое значение при субсидировании ставок по долгосрочным кредитам, так как расходы на субсидии в течение длительного времени остаются нагрузкой на бюджет, снижая возможности проведения гибкой бюджетной политики.

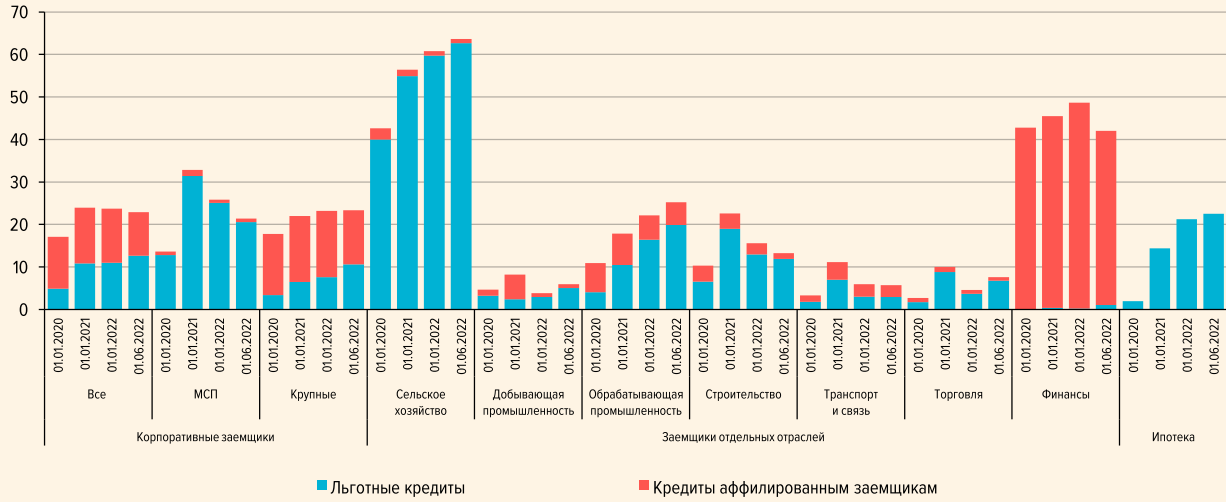
В связи с этим Банк России полагает целесообразным поддерживать национальную экономику в целом, в том числе путем достижения предсказуемо низкой инфляции и, соответственно, доступности инвестиционных ресурсов. Программы же льготного кредитования могут быть эффективны при поддержке небольших групп социально значимых заемщиков (региональных или отраслевых) или при стимулировании восстановления спроса в периоды спада в экономике (при условии сворачивания программ по достижении цели).

<sup>1</sup> Данная оценка основана на предположении, что все кредиты по льготной ставке привлекаются заемщиками, которые не стали бы привлекать их на рыночных условиях. Мониторинг реализации программ льготного кредитования свидетельствует о том, что часть подобных кредитов привлекается заемщиками, готовыми платить проценты по рыночной ставке. Поэтому фактический эффект программ льготного кредитования на внутренний спрос ниже приведенных оценок.

<sup>2</sup> В существующих источниках финансовой информации, включая банковскую отчетность, отсутствуют унифицированные сведения о накопленном объеме льготных кредитов. Приведенные в тексте врезки и на графиках показатели задолженности по льготным кредитам представляют собой оценки Банка России на основе данных из разных источников.

**СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ КРЕДИТОВ (%)**

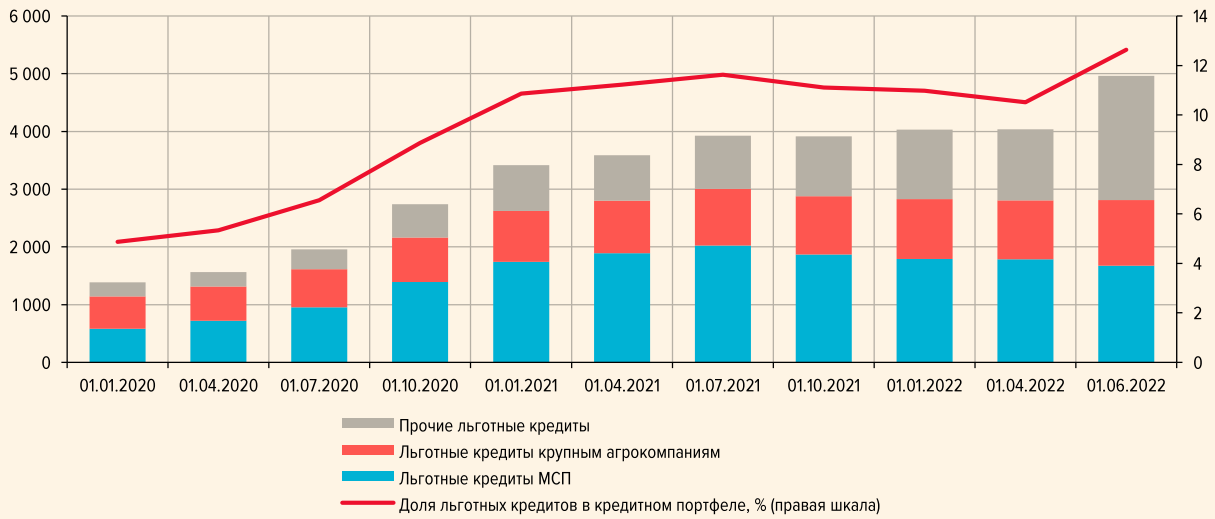
Рис. В-7-1



Источники: Банк России, ДОМ.РФ.

**СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ЛЬГОТНЫХ РУБЛЕВЫХ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ (млрд руб.)**

Рис. В-7-2



Источник: Банк России.

## ВРЕЗКА 8. ВЛИЯНИЕ ОГРАНИЧЕНИЙ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА НА ТРАНСМИССИЮ РЕШЕНИЙ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

В 2022 году внешние условия для российской экономики существенно изменились. Введение санкционных ограничений в отношении Банка России и крупных российских банков вызвало необходимость введения ограничений на движение капитала в российской экономике. Внешние ограничения и ответные меры привели к тому, что зависимость российской финансовой системы от внешнего мира существенно снизилась. Это в свою очередь повлияло на понимание того, как стоит реагировать мерами денежно-кредитной политики на шоки различной природы и как эти решения отражаются на экономике. Другими словами, произошли изменения в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики.

Основное изменение трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики связано с работой канала валютного курса – его роль заметно снижается. В экономике с отсутствующими ограничениями на движение капитала курс национальной валюты определяется торговыми и финансовыми потоками, которые отражаются двумя счетами платежного баланса – счетом текущих операций и финансовым счетом. Активное участие национальных и зарубежных финансовых институтов на валютном рынке позволяет сглаживать колебания курса, в том числе сезонные. Наличие дополнительных механизмов, таких как бюджетное правило, сглаживает колебания курса, связанные с ценами ресурсов на мировом рынке (например, нефть, медь и другие).

В экономике с ограничениями на движение капитала влияние финансового счета на курс валюты существенно снижается, а основным фактором, определяющим динамику курса, становится торговый баланс. Как следствие, в сложившихся условиях курс рубля определяется балансом спроса импортеров на валюту и предложением валюты со стороны экспортеров, поэтому его котировки теперь заметно меньше реагируют как на первичное повышение ставки, так и на последующее снижение<sup>1</sup>. Влияние денежно-кредитной политики на курс становится более длинным и опосредованным. Если раньше решение по ставке денежно-кредитной политики транслировалось в стоимость финансовых инструментов и далее в курс напрямую, то теперь оно влияет сначала на спрос на импортные товары через процентный канал и уже потом на курс.

В терминах модельных реакций денежно-кредитной политики на шоки различной природы изменения трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики можно описать следующим образом.

**Шок спроса.** Шок внутреннего спроса приводит, с одной стороны, к росту спроса на импорт и, как следствие, некоторому ослаблению курса. С другой стороны, растет инфляция, поэтому требуется ужесточение денежно-кредитной политики. Повышение ставки не приводит к мгновенному укреплению реального курса, как было в ситуации с открытым финансовым рынком, поскольку нарушена связь с финансовыми инструментами – курс еще некоторое время остается вблизи уровня, сформированного импортом. В результате может потребоваться большее, чем в аналогичной ситуации в прошлом, повышение ключевой ставки, при этом накопленная инфляция все равно может оставаться выше.

**Шок цены на нефть.** В новых условиях валютный курс стал более зависим не только от торговых потоков, но и от цен на нефть. В результате шок цены на нефть приводит к большему укреплению курса и дезинфляционному влиянию в первые полтора года шока, после чего начинает преобладать эффект дохода. Положительный отклик выпуска сме-

<sup>1</sup> Подробнее об имплементации этих изменений в модельный аппарат Банка России см. во врезке «Адаптация квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала», *Доклад о денежно-кредитной политике. № 2 (38). Май 2022 года* ([http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022\\_02\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40972/2022_02_ddcp.pdf)).



щен на последующие периоды из-за большего переключения на импорт в первый год шока. В отличие от режима открытых финансовых рынков, в режиме с ограничением на движение капитала ключевая ставка снижается в ответ на более низкую инфляцию.

**Шок внешнего спроса.** Рост внешнего спроса приводит к росту экспорта, однако большая часть отечественного экспорта имеет сырьевую основу и рынки факторов производства слабо реагируют на рост выпуска в экспортном секторе. В результате инфляция среднесрочно реагирует значительно слабее, а в первый год шока преобладает дезинфляционный эффект более крепкого реального курса. В отличие от прошлых периодов, в режиме с ограничением на движение капитала в целом требуется гораздо меньшая реакция денежно-кредитной политики на шок внешнего спроса.

**Шок внешней денежно-кредитной политики.** Поскольку в новых условиях взаимосвязь с зарубежными финансовыми рынками и финансовыми инструментами нарушена, а курс национальной валюты в основном определяется торговыми потоками, отклик отечественных переменных на шок внешней денежно-кредитной политики ограничивается реакцией экспорта на более низкий внешний спрос, а реакция отечественной денежно-кредитной политики может не потребоваться. Ранее шок внешней денежно-кредитной политики вызывал значимое ослабление курса и дальнейший перенос более слабого курса в цены, поэтому нужно было повышать ключевую ставку.

**Шок денежно-кредитной политики.** Изменение работы валютного канала приводит к тому, что курс заметно меньше реагирует как на первичное повышение ставки, так и на последующее снижение. После снижения ключевой ставки, в отличие от предыдущего периода, не происходит ослабления курса и, следовательно, переноса в цены – инфляция остается на пониженном уровне дольше за счет более крепкого курса. Как следствие, может потребоваться более существенное последующее смягчение денежно-кредитной политики, чтобы экономика вернулась к равновесию. Поскольку денежно-кредитная политика в таком случае фактически компенсирует часть валютного канала, динамика ставки может стать более волатильной.

## **ВРЕЗКА 9. ТРАНСФЕРТНАЯ КРИВАЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ**

Трансфертная кривая – набор внутренних единых трансфертных процентных ставок для операций разных сроков, устанавливаемых коммерческим банком. Она является центральной частью внутрибанковской системы ценообразования банковских продуктов, позволяющей кредитной организации выстраивать согласованную линейку цен по операциям в различных сегментах рынка и по необходимости гибко изменять структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств. Для определения условий по любой операции – кредитной, депозитной, фондовой – на заданный срок банку достаточно определить трансфертную ставку на этот срок и оценить издержки и риски, связанные с конкретной операцией. Кроме того, использование системы трансфертных цен как части механизма управления ликвидностью и процентным риском позволяет банку извлекать дополнительный доход от управления срочностью – привлечения более коротких денежных средств и размещения их в активы большей срочности.

Единой трансфертной кривой для банковского сектора не существует. Каждый банк выстраивает ее индивидуально, используя в качестве базы кривые доходности рыночных инструментов с минимальным уровнем риска или при необходимости свои внутренние оценки. Базовая кривая, обычно называемая безрисковой во внутренних документах банков, строится на основе доходности таких инструментов, как ОФЗ и процентные свопы. Использование трансфертной кривой в большей мере оправдано для крупных банков, которые одновременно совершают операции во множестве сегментов рынка. Во-первых, им необходимо обеспечить целостность и последовательность своей процентной политики; во-вторых, согласовать интересы своих бизнес-подразделений. Небольшие специализированные банки, работающие, например, только на рынках кредитов и депозитов, могут просто формировать два набора ставок (не прибегая к трансфертным ставкам) – по активным и пассивным операциям. Тем не менее за счет крупных банков, использующих трансфертную кривую в ценообразовании, повышается связанность сегментов финансового рынка, так как влияние значимых событий, включая изменение ключевой ставки, одновременно передается во все сегменты. Поэтому трансфертные кривые крупных банков являются составной частью процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Трансфертные ставки являются только отправной точкой для определения цен на банковские продукты. Для каждого типа активных операций ставка должна быть не меньше трансфертной ставки на соответствующий срок, увеличенной на издержки, премии за риски (общие и специфические для данного типа операций), плату за использование капитала банка, а также процентную маржу соответствующего бизнес-подразделения. Для каждого типа пассивных операций, напротив, ставка должна быть не больше трансфертной ставки, уменьшенной на издержки, плату за буфер ликвидности (включая плату за выполнение нормативов ликвидности) и процентную маржу привлекающего подразделения. В результате, какой бы ни была структура активов и пассивов, спред между ставками по активным и пассивным операциям позволяет покрыть все необходимые издержки, риски и сформировать прибыль для каждого бизнес-подразделения банка.

Учет издержек и премий за риск по различным операциям может оказывать существенное влияние на ценообразование банковских продуктов, искажая реакцию процентных ставок по депозитам, кредитам и корпоративным облигациям на изменения уровня и наклона безрисковой кривой. К ключевым издержкам и рискам относятся операционные издержки, кредитные риски для отдельных сегментов и заемщиков, затраты на отчисле-

ния в систему страхования вкладов и формирование обязательных резервов (подробнее об издержках и рисках см. в Приложении 7 к [ОНЕГДКП 2018–2020 гг.](#)).

Так, в 2016–2017 годах сочетание осторожной политики банков при отборе заемщиков, ограничивающей доступ наиболее рискованных заемщиков к рынку, и восстановления российской экономики способствовало снижению премий за кредитный риск, заложенных в ставки по кредитам, и, соответственно, вносило вклад (наряду с ожиданиями относительно дальнейшего снижения ключевой ставки) в более быстрое снижение среднерыночных ставок на кредитном рынке по сравнению с ключевой ставкой и ставками денежного рынка.

Более того, при определенных условиях возможно расхождение динамики трансфертных ставок и ставок для конечных заемщиков. Например, в 2014 году в сегменте долгосрочного кредитования населения важным фактором динамики ставок было изменение структуры рынка – замещение долгосрочных потребительских кредитов и автокредитов менее рискованными ипотечными кредитами. В результате уменьшение риск-премии привело к снижению долгосрочных ставок розничного кредитования, несмотря на рост ключевой ставки и ставок по межбанковским кредитам (МБК) в течение года. Возможна и обратная ситуация, когда при некотором снижении трансфертной ставки вслед за безрисковой кредитная ставка может повыситься за счет опережающего роста стоимости риска.

В случае резких шоковых изменений на рынках банки могут временно проводить ценообразование банковских продуктов в упрощенном или ручном режиме, а также сменить бенчмарк. В острой фазе кризиса 2022 года эффективность функционирования отдельных рынков (в том числе рынка процентных и валютно-процентных свопов, долгового рынка) резко снизилась. Рынки процентных и валютно-процентных свопов сегментировались: заключение новых сделок между нерезидентами и банками-резидентами остановилось, а существенная часть действующих сделок была досрочно прекращена. Торги ОФЗ на Московской Бирже были временно приостановлены, в результате чего доходности g-кривой не рассчитывались и были недоступны банкам. В таких условиях банки поменяли механизм определения уровней трансфертных цен: отдельные банки в качестве трансфертной кривой использовали котировки процентных свопов с внешнего рынка (без дополнительных надбавок), другие банки использовали в качестве трансфертной цены (в том числе на длинные сроки) действовавшее в определенный момент значение ключевой ставки и так далее.

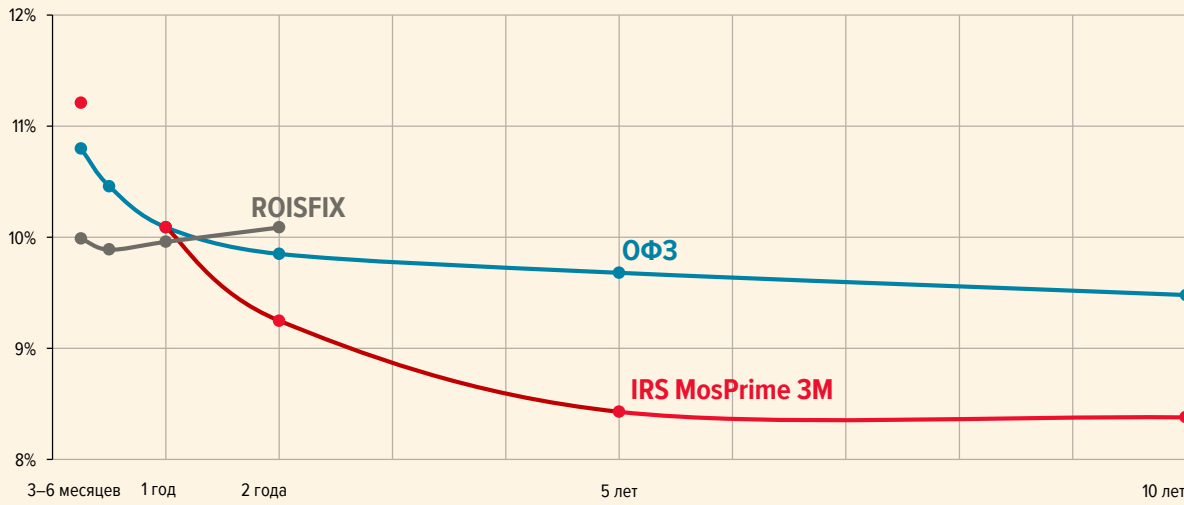
Введенные в 2022 году санкционные и контрсанкционные ограничения на движение капитала в совокупности с возросшими санкционными рисками ограничили арбитражные возможности по привлечению/размещению иностранной валюты внутри и вне России. Это привело к изменению в функционировании механизма ценообразования на банковские продукты: влияние фактора валютной ликвидности на ставки выросло, а влияние зарубежных ставок (в частности, ужесточение денежно-кредитной политики в США и еврозоне) ослабло.

На конечную ставку для клиента может влиять и стоимость опционов, встроенных в банковский продукт, то есть право клиента в одностороннем порядке изменять основные условия договора – например, срок сделки, ее ставку или валюту. Кроме того, конечная ставка для заемщика по отдельным видам кредитов может оказаться ниже из-за реализации госпрограмм льготного кредитования. В этом случае разница между льготной и рыночной ставками будет возмещаться банку за счет бюджетной субсидии.

Дополнительное влияние на формирование процентных ставок для реального сектора экономики могут оказывать характеристики финансового рынка, включая степень его сегментации, уровень конкуренции за средства вкладчиков или за наиболее качественных заемщиков, особенности бизнес-моделей отдельных участников и регулирования финансового сектора в целом.

БАЗОВЫЕ КРИВЫЕ В РУБЛЯХ НА 01.06.2022 (%)

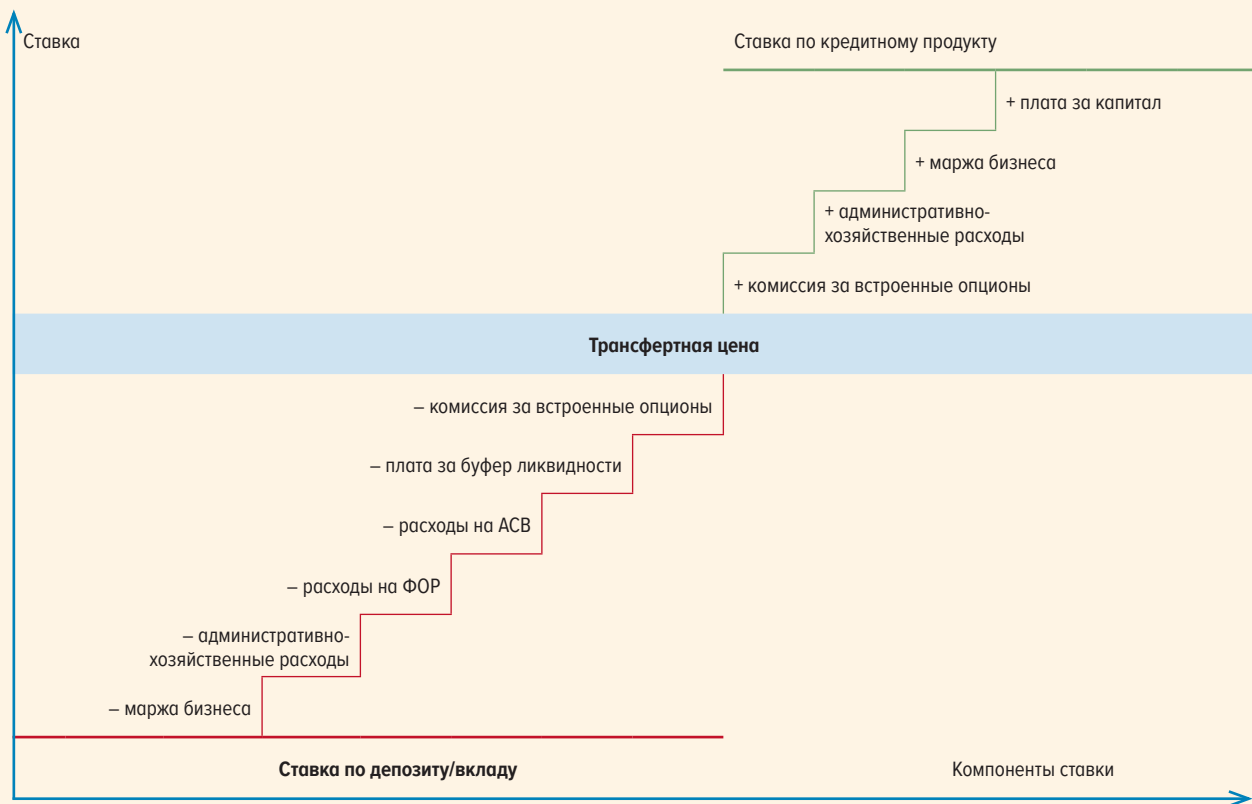
Рис. В-9-1



Источники: Сbondс, Московская Биржа, НФА.

РЫНОЧНЫЙ МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТНЫМ И КРЕДИТНЫМ ПРОДУКТАМ ДЛЯ КЛИЕНТОВ БАНКА

Рис. В-9-2



Источник: Банк России.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ БАНКОМ РОССИИ

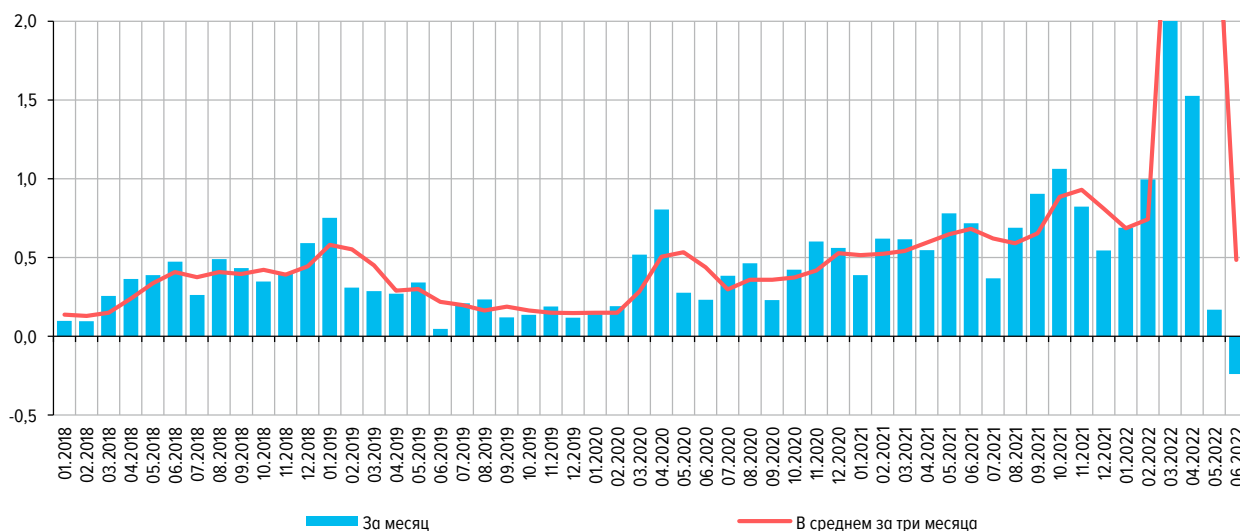
Цель по инфляции Банка России – вблизи 4% – определена для годового прироста индекса потребительских цен (ИПЦ). Данный показатель не чувствителен к сезонным колебаниям, репрезентативен, прост в восприятии и широко используется экономическими субъектами.

Для оценки текущей ценовой динамики полезно использовать индекс месячного прироста цен. Этот показатель имеет выраженные сезонные колебания, поэтому для анализа проводится очистка от сезонного компонента<sup>1</sup>. Однако даже с учетом сезонной корректировки динамика месячной инфляции остается довольно волатильным показателем. Чтобы сгладить эту волатильность, используется показатель среднего прироста цен (например, за три месяца).

Банк России уделяет большое внимание анализу устойчивых ценовых тенденций. Это связано с тем, что влияние денежно-кредитной политики на инфляцию происходит со значительным временным лагом. На инфляцию воздействуют разовые факторы, влияние которых зачастую исчерпывается на горизонте более коротком, чем действие инструментов денежно-кредитной политики. Как правило, если инфляционные ожидания закорены вблизи цели по инфляции, использование инструментов денежно-кредитной политики для корректировки таких краткосрочных колебаний не требуется.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (%)

Рис. П-2-1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Методика очистки от сезонности Банка России, согласованная с Росстатом, а также очищенные от сезонности ИПЦ [опубликованы](http://www.cbr.ru/statistics/ddkp/aipd/) на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/statistics/ddkp/aipd/>). Оценки показателей устойчивой ценовой динамики публикуются в информационно-аналитическом комментарии [«Динамика потребительских цен»](http://www.cbr.ru/analytcs/dkp/dinamic/#a_17327) ([http://www.cbr.ru/analytcs/dkp/dinamic/#a\\_17327](http://www.cbr.ru/analytcs/dkp/dinamic/#a_17327)).



При проведении денежно-кредитной политики Банк России может воздействовать на устойчивую инфляцию, которая определяется ценовой динамикой широкого круга товаров и услуг. В связи с этим особенно важно выделять общую для многих компонентов динамику. В периоды структурных изменений в экономике происходят значительные корректировки в относительных ценах многих компонентов инфляции, которые могут в среднесрочной перспективе влиять на совокупную ценовую динамику. В такие периоды Банк России уделяет повышенное внимание товарам и услугам с «выделяющейся» динамикой.

Структурная перестройка в экономике и возросшая ценовая волатильность усложняют выделение устойчивой составляющей инфляции, повышая неопределенность оценок. Отдельные показатели могут стать менее полезными для оценки устойчивой инфляции. В такой ситуации Банк России принимает во внимание большее количество различных оценок при формировании денежно-кредитной политики.

### Показатель трендовой инфляции

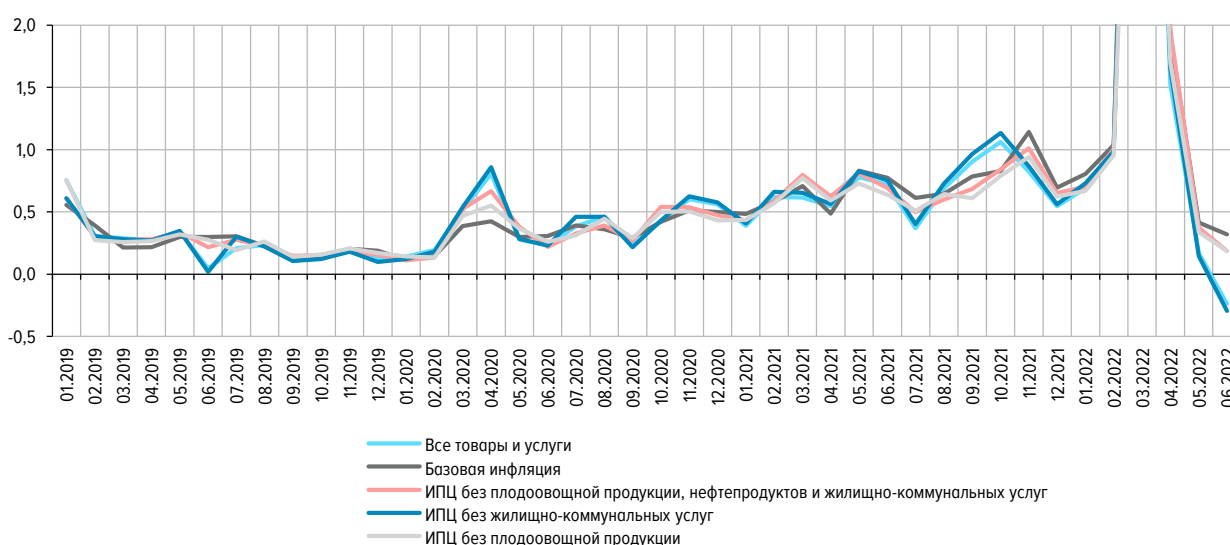
Показатель трендовой инфляции строится с использованием динамических факторных моделей<sup>2</sup>. Такой подход позволяет выделить из большого количества экономических индикаторов их общую динамику и идентифицировать специфичные шоки, которые не наблюдаются для большинства индикаторов.

### Индексы с исключением отдельных категорий

**Один из способов оценить устойчивые тенденции в динамике цен – исключить из ИПЦ отдельные компоненты с наиболее волатильными, регулируемыми ценами, а также ценами, формирующимися не под влиянием общих для большинства товарных рынков факторов. Такие индексы описывают динамику инфляции без «шума»,**

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННАЯ МЕСЯЧНАЯ ИНФЛЯЦИЯ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ОТДЕЛЬНЫХ КОМПОНЕНТОВ (%)

Рис. П-2-2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>2</sup> См. доклад «Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России» (серия докладов об экономических исследованиях, № 4, 2015 год) ([http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16\\_737/wps\\_4.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16_737/wps_4.pdf)).

**создаваемого динамикой цен на отдельные товарные группы под влиянием специфических факторов. В результате можно получить более стабильный показатель для анализа среднесрочных ценовых тенденций.**

Одним из примеров такого показателя является базовая инфляция, рассчитываемая Росстатом (включает в себя примерно 69% товаров и услуг). Она представляет из себя ИПЦ, очищенный от компонентов, динамика цен на которые носит административный, событийный или сезонный характер. Зачастую оказываются полезными простые индексы, исключающие отдельные категории товаров или услуг с необычной либо волатильной динамикой цен. К таким показателям, в частности, относятся следующие:

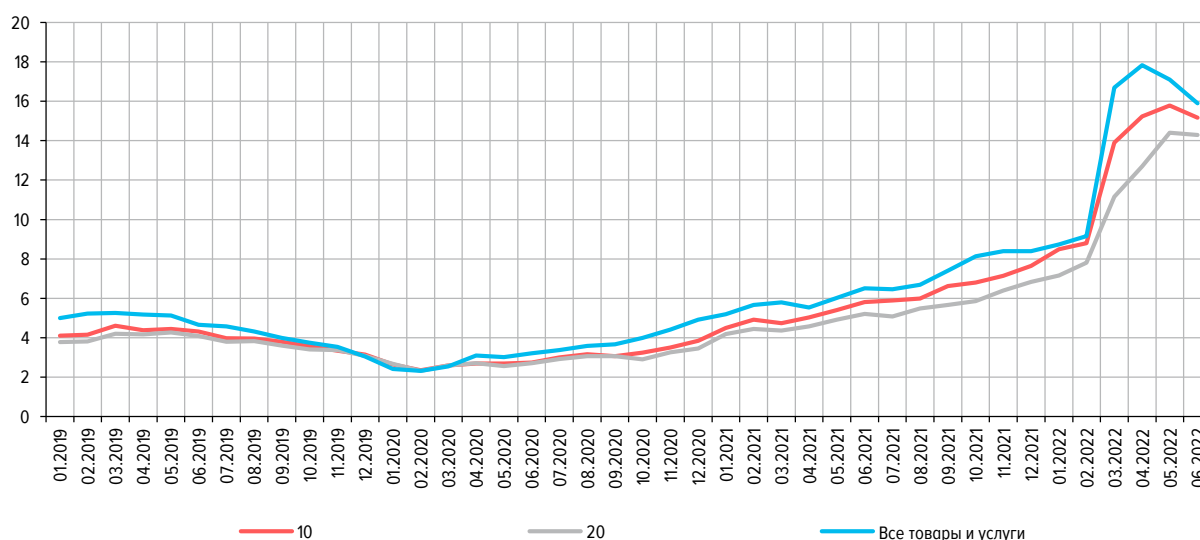
- инфляция без жилищно-коммунальных услуг (90%<sup>3</sup> товаров и услуг);
- инфляция без регулируемых цен и тарифов (75% товаров и услуг);
- инфляция без плодоовощной продукции (95% товаров и услуг);
- базовая инфляция без продовольственных товаров (40% товаров и услуг);
- инфляция без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и жилищно-коммунальных услуг (81% товаров и услуг).

### Индексы с исключением компонентов с «выделяющейся» динамикой цен

В альтернативном подходе ИПЦ очищается не от зафиксированного набора компонентов, выбираемых экономистом на основе свойств их ценообразования, а от компонентов с экстремальной ценовой динамикой в каждой данной точке временного ряда. При таком подходе показатель устойчивой ценовой динамики включает в себя только товары и услуги с относительно стабильной инфляцией, причем их набор меняется от одного периода к другому. Показатели могут различаться и «отбрасываемой» частью потребительской корзины (5, 10% и так далее), и периодом, за который

ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ВОЛАТИЛЬНЫХ КОМПОНЕНТОВ (%)

Рис. П-2-3

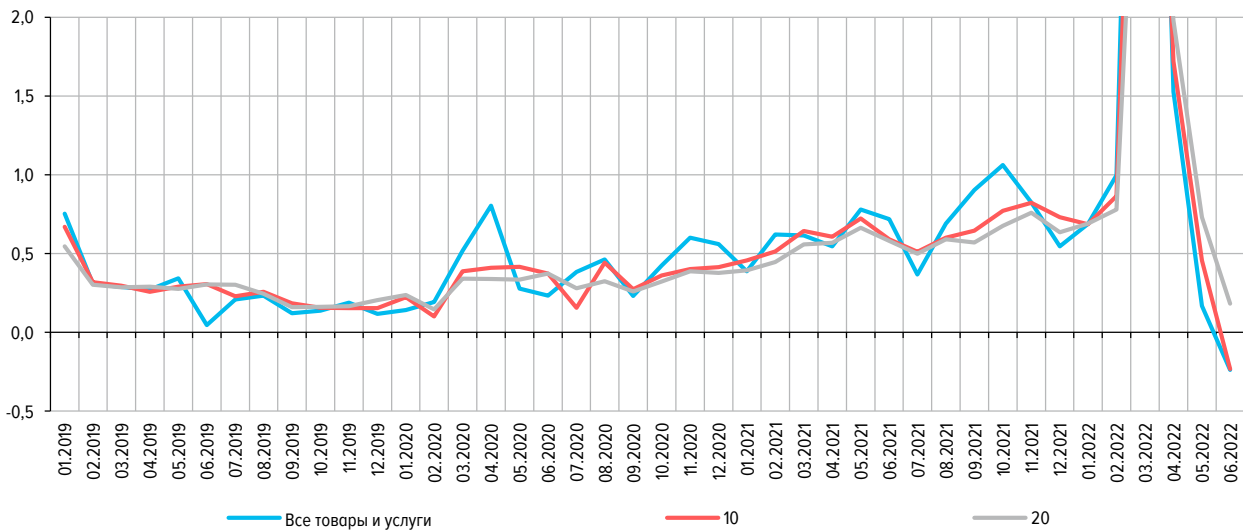


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>3</sup> В 2022 году.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННАЯ МЕСЯЧНАЯ ИНФЛЯЦИЯ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ВОЛАТИЛЬНЫХ КОМПОНЕНТОВ (%)

Рис. П-2-4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

оценивается волатильность. Например, Банк России для анализа устойчивых ценовых тенденций часто использует ИПЦ без 10 и 20% цен, демонстрировавших наибольшую волатильность за последние три месяца.

Схожими по смыслу являются ценовые индексы, построенные на основе распределения приростов цен. Примерами таких индексов, используемых Банком России, являются медианная инфляция и инфляция с исключением определенной доли товаров и услуг с наименьшим и наибольшим приростами цен. Построение данных индексов позволяет рассматривать динамику цен на товары и услуги без учета «выбросов».

В последние несколько лет ценовая динамика отдельных товаров и услуг вносила большой вклад в ускорение инфляции. Так, без учета 20% наиболее волатильных компонентов средняя годовая инфляция в 2020–2021 годах была ниже на 1 п.п., а в январе – апреле 2022 года – на 3,4 процентного пункта.

### Анализ «выделяющейся» динамики цен

Помимо устойчивой ценовой динамики, Банк России анализирует степень разброса ценовых приростов вокруг среднего значения. Разброс формируется прежде всего широким размахом колебаний цен сравнительно небольшого количества товаров и услуг, динамика цен на которые существенно отличается от средних значений и может значительно усиливать волатильность инфляции.

Для анализа того, как соотносится ценовая динамика отдельных товаров и услуг с общей ценовой тенденцией, используются индексы относительных цен, которые рассчитываются как соотношения между индексами цен отдельных групп товаров и услуг. Применяются также ежемесячные распределения приростов цен. Эти инструменты позволяют оценить, насколько экстремальна ценовая динамика тех или иных товарных групп.

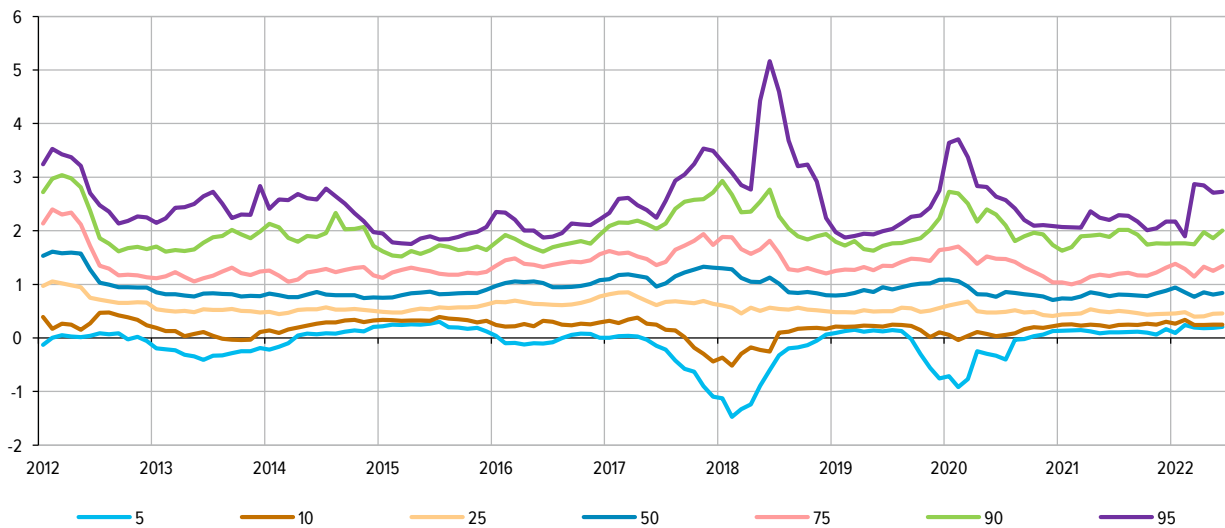
Подобный анализ имеет особую значимость для групп товаров и услуг со снижающимися относительными ценами. Для экономической стабильности отдельных предприятий важно, чтобы в условиях номинальных жесткостей цены на их продукцию

систематически не снижались. Это в большинстве случаев, при невозможности пропорционального сокращения издержек, означает снижение рентабельности бизнеса.

Таким образом, Банк России при принятии решений в области денежно-кредитной политики, нацеленных на поддержание ценовой стабильности, уделяет основное внимание общим тенденциям ценовой динамики, для всестороннего анализа которых применяется целый комплекс показателей.

ПРИРОСТЫ ЦЕН ОТНОСИТЕЛЬНО ИНФЛЯЦИИ  
(перцентили, г/г)

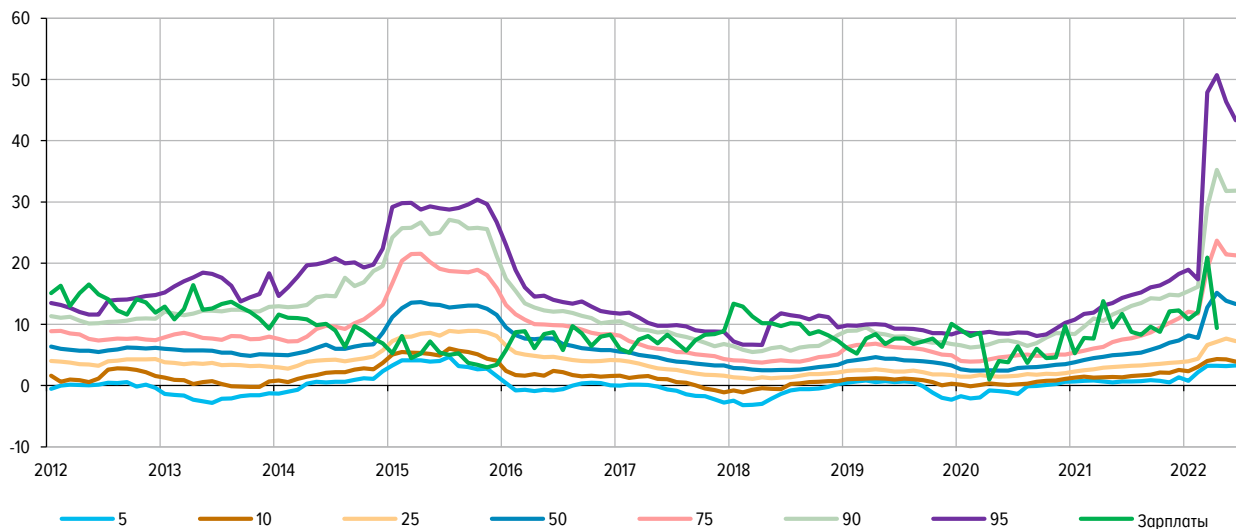
Рис. П-2-5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН И ГОДОВЫЕ НОМИНАЛЬНЫЕ ЗАРПЛАТЫ  
(перцентили, %)

Рис. П-2-6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ПРИЛОЖЕНИЕ 3. НЕМОНЕТАРНЫЕ ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ В 2022 ГОДУ: ВЛИЯНИЕ САНКЦИЙ

Достижение и поддержание инфляции на целевом уровне обеспечиваются на среднесрочном горизонте денежно-кредитной политикой. Вне сферы ее действия лежат немонетарные факторы ценовой динамики, которые определяются разовыми событиями и влияние которых на инфляцию, как правило, исчерпывается на краткосрочном горизонте. Меры монетарной политики в отношении них обычно не применяются, поскольку они могли бы приводить к повышению волатильности выпуска и цен. Тем не менее отдельные немонетарные факторы могут дестабилизировать инфляционные ожидания экономических агентов, снижая эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Это может требовать упреждающего вмешательства центрального банка для недопущения негативных последствий как для инфляции, так и для экономической динамики.

С конца февраля 2022 года существенное влияние на инфляцию в России стали оказывать такие немонетарные факторы, как последствия введения масштабных финансово-экономических санкций в отношении России. Они имели различные характер и масштаб влияния на ценообразование.

#### Скачок цен в марте 2022 года был обусловлен падением обменного курса рубля и ажиотажным спросом

Первой реакцией экономики стало резкое ослабление рубля. Как и в эпизоде конца 2014 – начала 2015 года, оно сопровождалось всплеском инфляционных ожиданий домохозяйств. Скачок спроса вместе с курсовым переносом обусловил ускорение месячного прироста цен до 7,52% (SA) – максимума за последние 20 лет<sup>1</sup>. Потребительский ажиотаж был усилен опасениями приостановки поставок и возникновения товарного дефицита в сегментах рынка, зависимых от импорта готовой и промежуточной продукции. В результате более всего ускорился рост цен на непродовольственные товары длительного пользования, такие как автомобили, электро- и телерадиотовары, строительные материалы.

Как и в 2014–2015 годах, эффекты ажиотажного спроса были быстро исчерпаны. Темп прироста потребительских цен (SA) снижался и в мае составил 0,17% (SA), в июне цены снизились на 0,24% (SA). Непродовольственные товары в мае – июне подешевели впервые в истории наблюдений (за два месяца – на 0,39%, SA), в первую очередь за счет цен на автомобили, товары для дома и ремонта.

Быстрая ценовая коррекция стала возможна благодаря сохранению Банком России и Правительством Российской Федерации макроэкономической и финансовой стабильности. Важным фактором нормализации потребительских настроений стало укрепление рубля, которое более чем компенсировало масштабы его ослабления. Кроме того, рост цен ограничивался охлаждением потребительской активности в условиях снижения реальных доходов населения после ценового всплеска, существенного повышения ставок по депозитам и кредитам в марте – мае, а в дальнейшем,

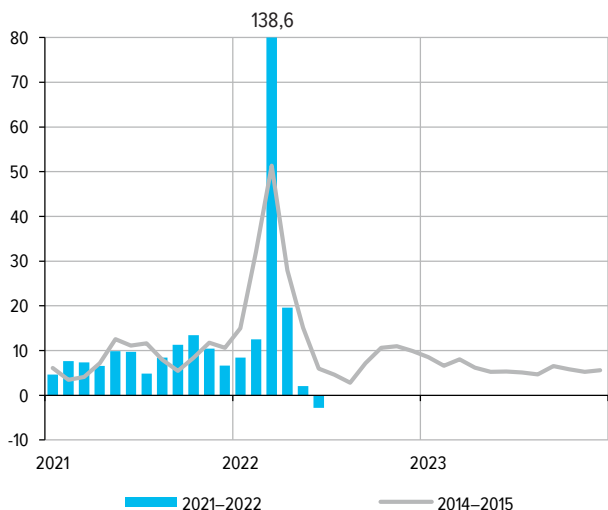
<sup>1</sup> Ряды сезонно сглаженных показателей инфляции разрабатываются Банком России за период с 2002 года.



## МЕСЯЧНЫЕ ПРИРОСТЫ ЦЕН В 2021–2022 И 2014–2015 ГОДАХ (%, SA, аннуализированные)

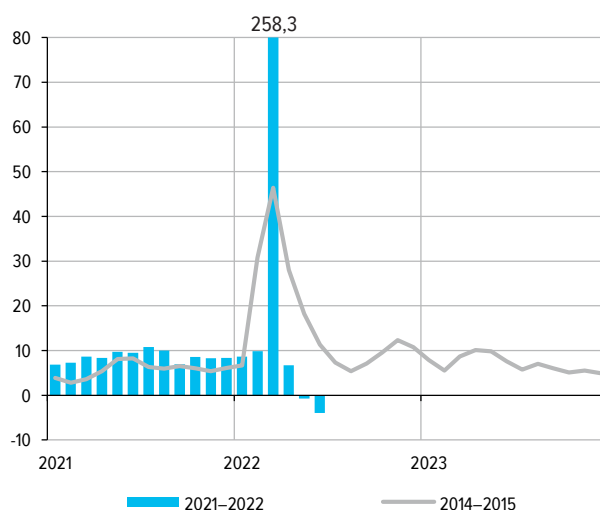
### ИНФЛЯЦИЯ

Рис. П-3-1



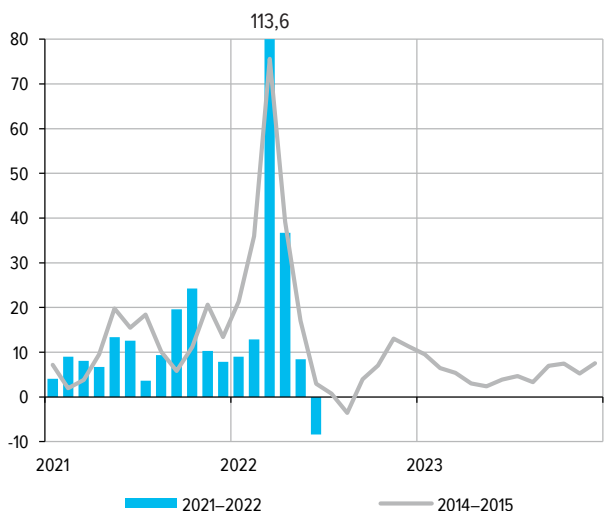
### НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

Рис. П-3-2



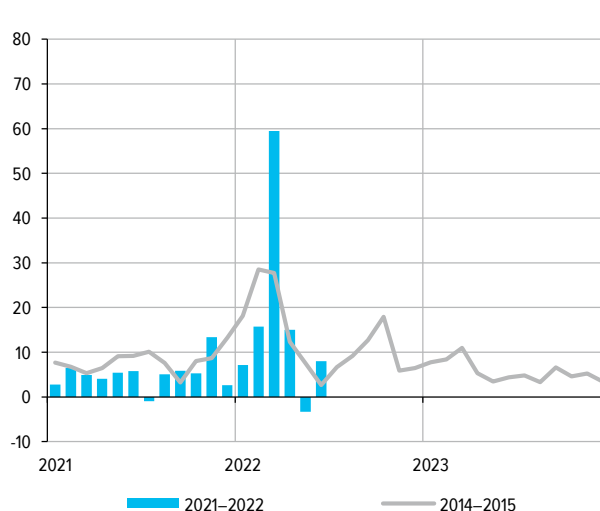
### ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

Рис. П-3-3



### УСЛУГИ

Рис. П-3-4



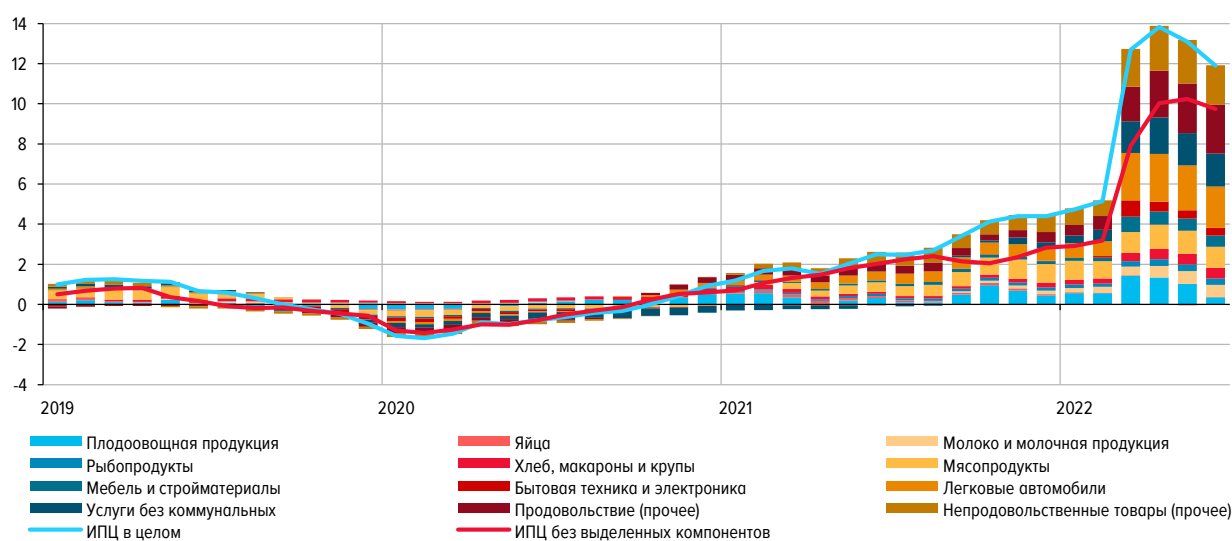
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

по мере их снижения, – усиления склонности к сбережению из мотива предосторожности и вследствие ужесточения неценовых условий кредитования.

Однако замедление инфляции было лишь отчасти связано с ценовой коррекцией после всплеска: наибольший вклад в нее вносила динамика цен на плодоовощную продукцию, традиционно отличающаяся повышенной волатильностью. Показатели устойчивой составляющей ценовой динамики (базовая инфляция, медиана) в аннуализированном выражении сохранялись выше 4%. Снижение годовой инфляции (в мае – июне на 1,93 п.п., до 15,90%) было существенно меньше ее увеличения в марте – апреле (на 8,68 п.п., до 17,83%). Годовые приросты цен на непродовольственные товары длительного пользования остались высокими, как и их вклад в расширение отклонения инфляции вверх от целевого уровня 4%. Несмотря на снижение

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ОТКЛОНЕНИЯ ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ ОТ 4%  
(п.п.)

Рис. П-3-5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ЦЕНЫ  
(прирост в % к предыдущему кварталу, SA, аннуализированные)

Табл. П-3-1

	2020		2021				2022	
	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал
Инфляция	5,5	4,4	6,5	6,5	8,7	8,1	10,1	42,8
Продовольственные товары	9,1	5,3	8,7	7,0	10,8	10,7	13,9	38,0
– без плодоовощной продукции	7,4	3,8	7,5	9,4	9,3	8,2	14,1	32,6
Непродовольственные товары	4,7	5,1	6,3	7,6	9,2	9,2	8,4	62,3
– без бензина	5,0	5,2	6,9	6,9	9,7	9,5	8,1	72,1
Услуги	1,8	2,2	4,1	4,7	5,1	3,3	7,0	25,5
– без ЖКУ	0,8	2,0	3,9	5,5	5,5	3,2	8,4	37,7
Базовая инфляция	4,1	5,5	6,2	5,5	8,7	10,2	11,6	48,2
Медиана	4,2	3,8	4,4	4,5	6,6	6,9	8,2	26,8

Примечание. Медиана – такое значение выборки, которое делит ее на две равные части: с более высоким и более низким темпами прироста цен. Рассчитана по распределению приростов цен с учетом их весов в потребительской корзине для расчета ИПЦ.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

в мае – июне, приросты цен в целом за II квартал резко увеличились (SA). Все это указывало на сохранение проинфляционного давления.

### Существенно изменился характер влияния факторов на стороне предложения

Результатами разрывов хозяйственных связей, приостановки импорта и сокращения экспорта целого ряда товаров стали уменьшение загрузки мощностей и выпуска, снижение технологического уровня производств. К потерям в экономической эффективности и росту удельных затрат приводили также смена контрагентов, перестройка производства и логистики, удорожание сырья и промежуточной продукции, ухудшение условий платежей, расчетов, банковского и коммерческого кредитования. В скрытой форме рост цен происходил за счет снижения качества продукции. Все это означало уменьшение потенциала экономики, сопровождаемое усилением долговременных проинфляционных рисков. Кривая совокупного предложения стала бо-

лее крутой: сократились возможности производства гибко реагировать на изменения спроса, его колебания стали в большей мере отражаться на ценах.

Перенос удельных затрат в цены был более заметен на рынках товаров и услуг с устойчивым спросом. Так, например, в II квартале приросты цен (SA) на молочные и зерновые продукты, несмотря на снижение, были больше, чем в среднем в IV квартале 2021 года, а их уровни (выше 2%, SA, в среднем за месяц) в аннуализированном выражении заметно отклонялись вверх от 4%. Продолжился тренд на повышение годовых темпов роста цен, действующий на ряде рынков с 2020 года. В июне цены в сегментах молочной, хлебобулочной, макаронной и крупяной продукции были выше, чем годом ранее, на 20–40%.

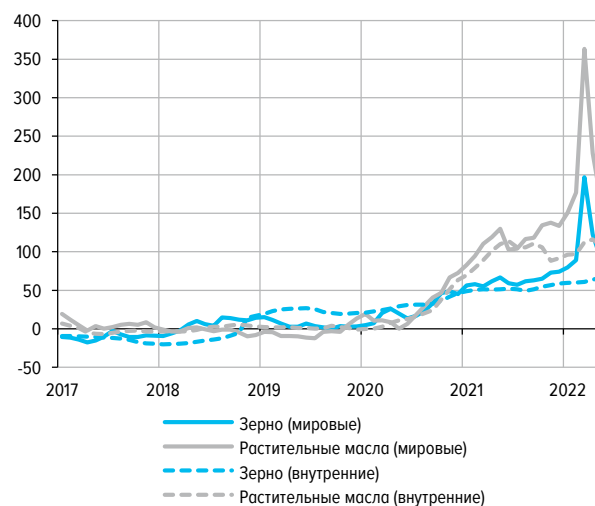
### Проинфляционные риски связаны с ускоренным ростом мировых цен

В первые месяцы 2022 года резко ускорилось повышение мировых товарных цен, а их волатильность существенно возросла. Несмотря на снижение в II квартале, их уровни на ряде рынков остались на исторических максимумах. Колебания цен в рублевом эквиваленте были усилены курсовой динамикой. Благодаря постоянно действующим механизмам таможенно-тарифного регулирования и принятым временным мерам, а также в условиях введенного рядом стран эмбарго на импорт российских товаров динамика мировых цен оказывает весьма ограниченное влияние на цены внутрироссийского рынка. Тем не менее проинфляционные риски со стороны внешнеторговой конъюнктуры сохраняются.

#### ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ

(прирост в % к среднему значению 2017–2019 годов)

Рис. П-3-6

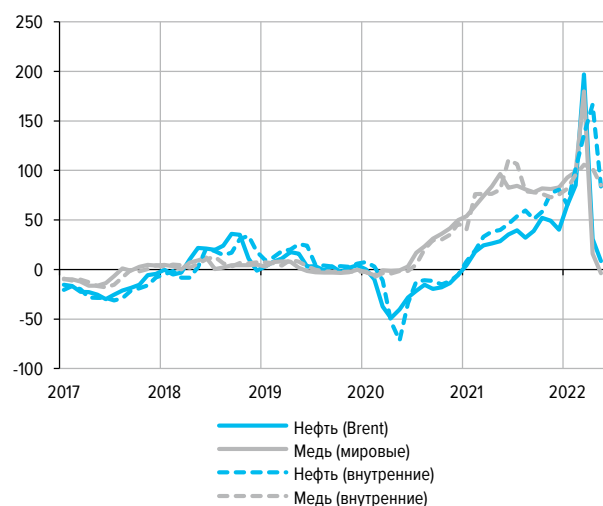


Источники: ФАО, Росстат, расчеты Банка России.

#### ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И МЕДЬ

(прирост в % к среднему значению 2017–2019 годов)

Рис. П-3-7

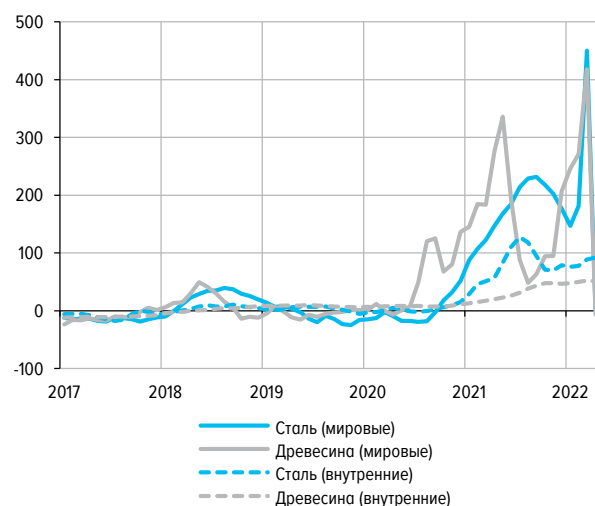


Источники: Bloomberg, Investing, расчеты Банка России.

#### ЦЕНЫ НА СТАЛЬ И ДРЕВЕСИНУ

(прирост в % к среднему значению 2017–2019 годов)

Рис. П-3-8



Источники: Bloomberg, Investing, расчеты Банка России.

### **Временным дезинфляционным фактором стало экспортное эмбарго**

В краткосрочном плане дезинфляционным фактором выступило расширение внутреннего предложения, обусловленное сокращением экспортных поставок ряда товаров. Примером такого влияния были потребительские цены на моторное топливо, которые в марте – июне снизились на 1,2% (SA). Однако в долгосрочном плане потеря рынков сбыта чревата негативными последствиями для выпуска, производственного потенциала и, как следствие, ростом проинфляционных рисков.

### **Для нивелирования влияния проинфляционных немонетарных факторов принимались дополнительные меры**

Большую роль в ослаблении негативного влияния внешних факторов сыграла постоянно действующая система государственного регулирования цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний, а также в области внешнеторговой деятельности.

Кроме того, для недопущения локальных дефицитов в 2022 году были введены дополнительные ограничения на экспорт (зерна, подсолнечного масла, шрота), обнулены ввозные пошлины на многие товары, легализован параллельный импорт ряда товаров. Применялись временные административные меры, такие как установление предельных уровней цен на удобрения, предельных торговых наценок (в рознице, торговле металлами). Российским производителям предоставлялась финансовая помощь (субсидии, льготные кредиты и тарифы, отсрочки налоговых платежей), принимались решения по облегчению ведения бизнеса (по снижению административной нагрузки, упрощению отчетных, таможенных, транспортных, сертификационных процедур, развитию цифровых платформ).

Необходимо отметить, что административное вмешательство в ценообразование позволяет стабилизировать динамику цен лишь на краткосрочном горизонте. В более долгосрочной перспективе оно может повлечь за собой существенные негативные последствия. Прямое регулирование цен в рыночном сегменте искажает сигналы для производителей и потребителей относительно баланса спроса и предложения, что несет в себе риски локальных дефицитов, ослабления стимулов к инвестированию и, как результат, формирования тренда на снижение объемов выпуска, эффективности производства и нарастание давления на цены со стороны затрат. В среднесрочной перспективе основу для устойчивого снижения инфляции создает повышение производственного потенциала и экономической эффективности. Этому способствует ценовая и финансовая стабильность, которая обеспечивается политикой, проводимой Банком России.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 4. КОЛИЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ ПРИЧИН ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛИ ЗА ПЕРИОД 2017 – 2021 ГОДОВ

Банк России с 2015 года проводит денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции. Цель денежно-кредитной политики – поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно. При этом допустимы и естественны небольшие отклонения инфляции от 4%, которые происходят из-за постоянной подстройки относительных цен на товары и услуги из-за множества факторов. Эти факторы, в числе которых и денежно-кредитная политика, могут влиять разнонаправленно.

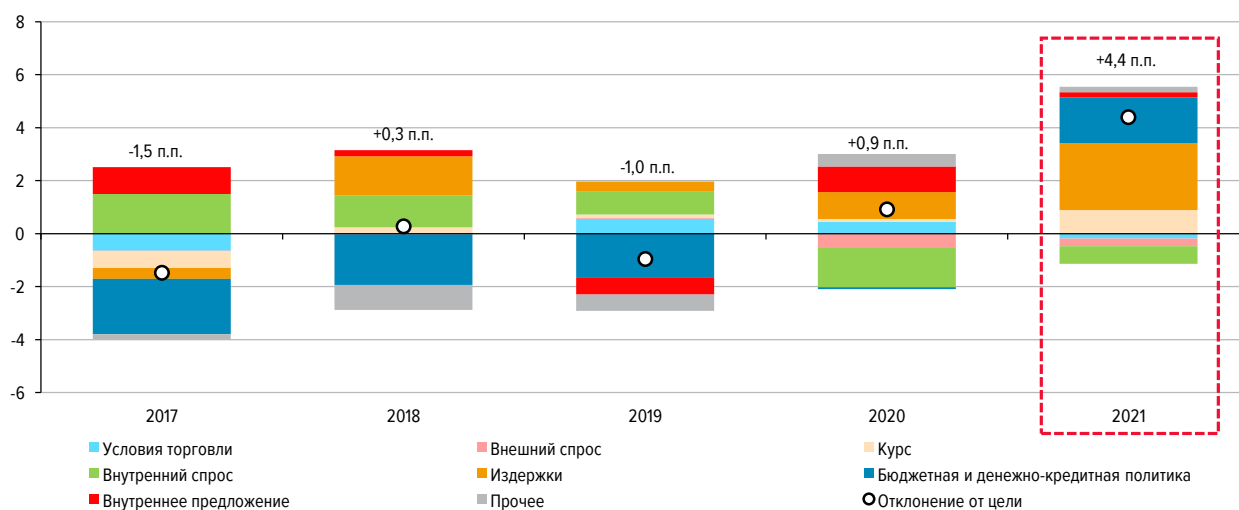
Банк России провел количественный анализ причин отклонения инфляции от целевого уровня 4% в период 2017–2021 годов. На рисунке представлены вклады отдельных про- и дезинфляционных шоков, которые были получены на исторических данных с применением квартальной прогнозной модели<sup>1</sup>. Такая декомпозиция дает представление об источниках формирования инфляции в российской экономике в ретроспективе.

**2021 год.** Значительное положительное отклонение инфляции от целевого значения было сформировано под воздействием как разовых, так и устойчивых факторов роста цен.

**Шоки издержек** добавили 2,5 п.п. к инфляции в годовом выражении, что соизмеримо с суммарным вкладом всех оставшихся шоков. Формированию дополнительных издержек в торгуемом секторе экономики способствовали продолжившийся рост мировых цен на отдельных продовольственных рынках и остаточные последствия нарушения цепочек поставок, начавшегося в пандемию коронавируса.

ОТКЛОНЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛЕВОГО УРОВНЯ 4%

Рис. П-4-1



Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Декомпозиция на шоки представлена в рамках логики квартальной прогнозной модели. Аналогичная декомпозиция приведена во врезке в Докладе о денежно-кредитной политике в [апреле 2021 года](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32260/2021_02_ddcp.pdf) ([http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32260/2021\\_02\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32260/2021_02_ddcp.pdf)).

**Шоки курса.** Проинфляционный вклад от ослабления курса оценивается около 0,9 п.п. в годовую инфляцию.

**Шоки внутреннего спроса.** Быстрое восстановление внутреннего спроса после спада из-за противоэпидемических ограничений с учетом лаговых эффектов трансмиссии шоков по-прежнему оказывало слабое дезинфляционное воздействие на цены, но гораздо меньшее, чем ожидалось в начале года.

**Шоки бюджетной и денежно-кредитной политики** в совокупности сформировали положительное отклонение инфляции от цели в размере 1,7 процентного пункта. Рост издержек оказался выше, чем прогнозировалось на момент принятия решения по денежно-кредитной политике. В то же время спрос вырос больше, чем предполагалось, поэтому его дезинфляционное влияние было меньше. В результате проводимая политика оказалась мягче, чем того требовала реализовавшаяся комбинация факторов.

**Шоки внутреннего предложения,** связанные со снижением потенциального выпуска в период ограничений экономической активности, исчерпали свое проинфляционное влияние в 2020 году и уже не оказывали значительного давления на цены.

**Шоки внешнего спроса и условий торговли** также не оказывали существенного влияния на цены ввиду близости динамики этих показателей к модельным фундаментально обоснованным значениям и исчерпания лаговых эффектов трансмиссии шоков предыдущих периодов.

### 2017–2020 годы (справочно)

**Шоки условий торговли.** Ситуация на рынке нефти в целом оказалась более благоприятной для экономической активности в России на всем рассматриваемом горизонте, за исключением эпизода резкого падения мирового спроса на сырье и сырьевых цен в пандемию коронавируса. Дезинфляционное влияние шоков условий торговли в 2017 году связано с остаточным эффектом трансмиссии падения цен на нефть в период 2015–2016 годов. Проинфляционное влияние в 2019–2020 годах, обусловленное эффектом дохода, связано с ростом цен на нефть выше предполагаемого равновесного уровня.

**Шоки внешнего спроса.** Агрегированный темп роста экономик стран – торговых партнеров России в период 2017–2019 годов сложился на уровне, близком к потенциальному. Внешнеэкономическая деятельность, пострадавшая от неблагоприятных последствий пандемии коронавируса в 2020 году, постепенно восстанавливалась в 2021 году, что оказывало дезинфляционный эффект.

**Шоки курса.** Вслед за ростом цен на сырьевой экспорт наблюдалось реальное укрепление курса в 2017 году, что отражено в дезинфляционном влиянии шока курса. Постепенное ослабление курса в 2018–2019 годах не оказывало значимого влияния на динамику инфляции.

**Шоки внутреннего спроса.** Увеличение доходов и улучшение настроений экономических агентов создали дополнительные стимулы к росту потребительского спроса в период 2017–2019 годов, в том числе за счет расширения кредитования. Инвестиционная активность компаний также уверенно росла на фоне улучшения доходов компаний и настроений в реальном секторе экономики. Однако в 2020 году внутренний спрос временно стал дезинфляционным в результате мер Правительства Российской Федерации, направленных на борьбу с распространением коронавируса, которые привели к временному закрытию ряда отраслей.



**Шоки внутреннего предложения**, влияющие на динамику потенциального выпуска в экономике, носят в основном проинфляционный характер на рассматриваемом историческом периоде. Это связано как с временным ухудшением производительности труда в кризисный и посткризисный периоды, так и с нарушениями в цепочках поставок и адаптацией компаний к условиям противоэпидемических ограничений.

**Шоки издержек.** В целом как разовые, так и устойчивые неожиданные факторы роста цен способствовали положительному отклонению инфляции от целевого значения. К таким факторам относятся рост мировых цен на продовольствие, связанный со значимыми колебаниями как со стороны спроса, так и со стороны предложения на отдельных продовольственных рынках; повышение НДС в начале 2019 года, повлиявшее на инфляционные ожидания уже в 2018 году.

**Шоки бюджетной и денежно-кредитной политики.** Постепенный переход от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике был обусловлен снижением инфляционных ожиданий вслед за фактической инфляцией, сравнительно стабильной динамикой валютного курса при отсутствии значительных внешних шоков. Значительная инерционность в решениях по денежно-кредитной политике периода 2017–2019 годов была продиктована желанием обеспечить возврат инфляции к целевому уровню 4% и стабилизировать инфляционные ожидания. В 2020 году решения по денежно-кредитной политике принимались в условиях высокой неопределенности. Денежно-кредитная политика была направлена на сдерживание инфляции, в то же время принимая во внимание динамику экономической активности.

По оценкам Банка России, в условиях постепенного сокращения дефицита бюджета в рамках фискальной консолидации вклад бюджетной политики в динамику совокупного выпуска в течение 2017–2019 годов стал отрицательным, что оказывало дезинфляционное воздействие. С началом пандемии социальные выплаты, направленные на сглаживание негативных последствий локдауна, давали небольшой проинфляционный эффект.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 5. ВОСПРИЯТИЕ ИНФЛЯЦИИ НАСЕЛЕНИЕМ И БИЗНЕСОМ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСОВ

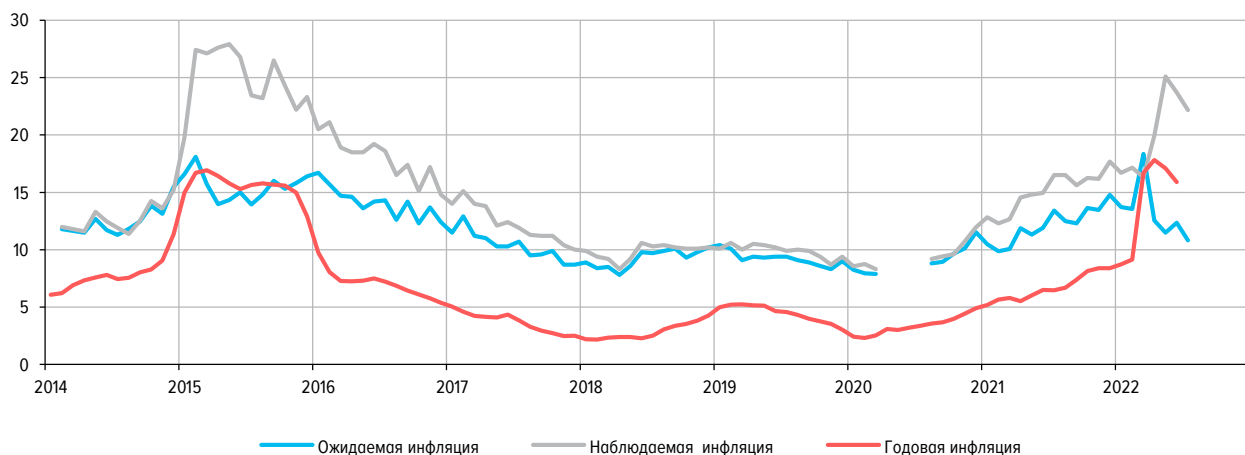
Значительную роль при проведении Банком России денежно-кредитной политики играет анализ инфляционных ожиданий экономических агентов. Снижение чувствительности инфляционных ожиданий к разовым колебаниям цен на отдельные товары и услуги и закрепление их вблизи цели рассматриваются Банком России как основные критерии их заякоренности. Если инфляционные ожидания не заякорены, их волатильность может привести к отклонению инфляции от цели в среднесрочной перспективе и потребует вмешательства со стороны денежно-кредитной политики. Так, закрепление инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня, снижение их чувствительности к разовым факторам позволят более эффективно поддерживать ценовую стабильность.

Для анализа ценовых ожиданий предприятий Банк России использует данные собственного мониторинга, инфляционных ожиданий населения – опросы, проводимые ООО «инФОМ» по заказу Банка России. Кроме того, информацию об инфляционных ожиданиях экономических агентов дают прогнозы инфляции профессиональных аналитиков и оценки вмененной инфляции, заложенной в цены ОФЗ-ИН.

В марте 2022 года в результате резкого ослабления курса рубля и возросшего уровня неопределенности в экономике произошел скачок **инфляционных ожиданий населения**. Медианное значение составило 18,3% и было вторым по величине результатом за историю наблюдений (опрос проводится с апреля 2010 года). После пика в марте медианная оценка инфляционных ожиданий начала снижаться и к июлю 2022 года опустилась ниже уровня июля прошлого года, составив 10,8%. Этому способствовали укрепление курса рубля и нормализация ожиданий относительно экономических перспектив страны. Кроме того, наблюдался меньший, чем во время кризиса 2015 года, период затухания колебаний инфляционных ожиданий. Это может

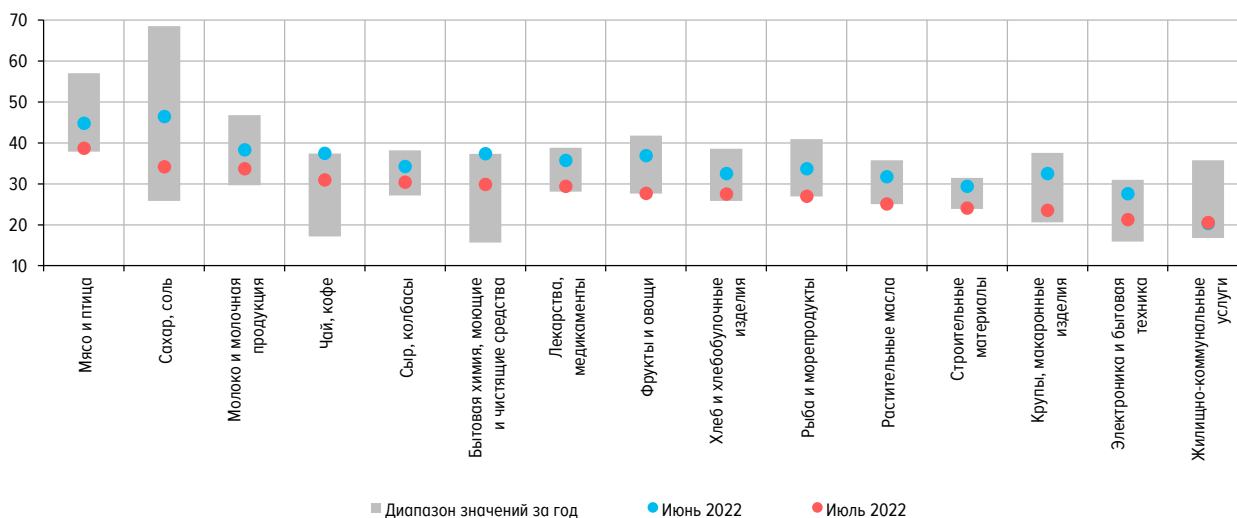
ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ  
(МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА)  
(%)

Рис. П-5-1



РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ РЕСПОНДЕНТОВ НА ВОПРОС «НА КАКИЕ ОСНОВНЫЕ ПРОДУКТЫ, ТОВАРЫ И УСЛУГИ ЦЕНЫ ЗА ПОСЛЕДНИЙ МЕСЯЦ ВЫРОСЛИ ОЧЕНЬ СИЛЬНО?»  
(% от всех опрошенных)

Рис. П-5-2



Источники: ООО «инФОМ», расчеты Банка России.

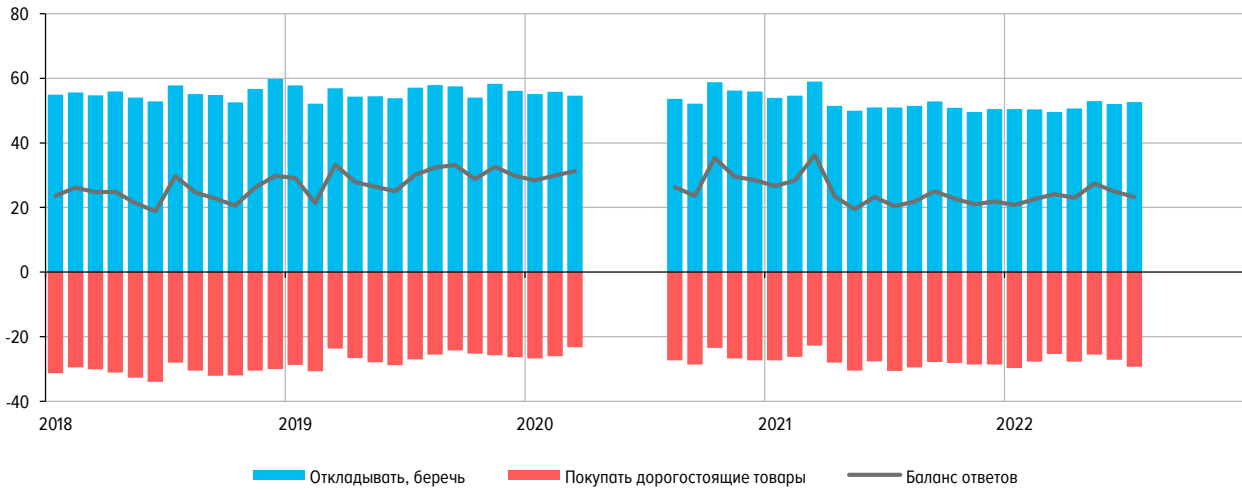
свидетельствовать о некоторых успехах Банка России в работе по закориванию инфляционных ожиданий (в том числе проведение последовательной денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение ценовой стабильности, и коммуникационной политики в рамках принципа информационной открытости). В то же время инфляционные ожидания остаются слабозаякоренными и их текущее снижение может быть неустойчивым. В ходе начавшегося процесса структурной перестройки экономики высоки риски возникновения множества факторов, обуславливающих краткосрочные колебания цен, которые могут повлечь за собой и дальнейшие колебания инфляционных ожиданий.

На протяжении 2021 года и до февраля 2022 года **оценка наблюдаемой населением инфляции** в целом росла однонаправленно с инфляционными ожиданиями. Обеспеченность респондентов, связанная с наблюдением за ростом цен, начала существенно увеличиваться с марта 2022 года и после пика в мае снизилась до 22,2% в июле. В марте – мае 2022 года, по оценке населения, особенно выросли цены на товары длительного хранения (сахар, соль, чай, кофе, крупы и макаронные изделия) и некоторые категории непродовольственных товаров (электробытовую технику, бытовую химию и чистящие средства). Это было обусловлено ослаблением рубля и всплеском ажиотажного спроса на фоне высокого уровня неопределенности из-за вводимых внешних санкций. Однако уже в июле отмечалась стабилизация цен на эти товары в результате исчерпания действующих ранее эффектов.

В ситуации, когда инфляционные ожидания чувствительны к краткосрочным колебаниям цен, изменения в ценовой динамике оказывают серьезное влияние на сберегательную модель поведения. Это имеет важное значение при проведении денежно-кредитной политики, так как сказывается на динамике потребительского спроса и, как следствие, на динамике инфляции. Так, по данным опросов ООО «инФОМ», на фоне всплеска инфляционных ожиданий и наблюдаемой инфляции в марте 2022 года население стало **сберегать** меньше, чем в предыдущие месяцы текущего года. Доля респондентов, предпочитающих тратить, а не сберегать свободные деньги, а не сберегать, также уменьшилась. При этом после мартовского всплеска инфляционные

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ РЕСПОНДЕНТОВ НА ВОПРОС «КАК В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ЛУЧШЕ РАСПОРЯЖАТЬСЯ СВОБОДНЫМИ ДЕНЬГАМИ – ОТКЛАДЫВАТЬ, БЕРЕЧЬ ИЛИ ПОКУПАТЬ ДОРОГОСТОЯЩИЕ ТОВАРЫ?»  
(% от всех опрошенных)

Рис. П-5-3



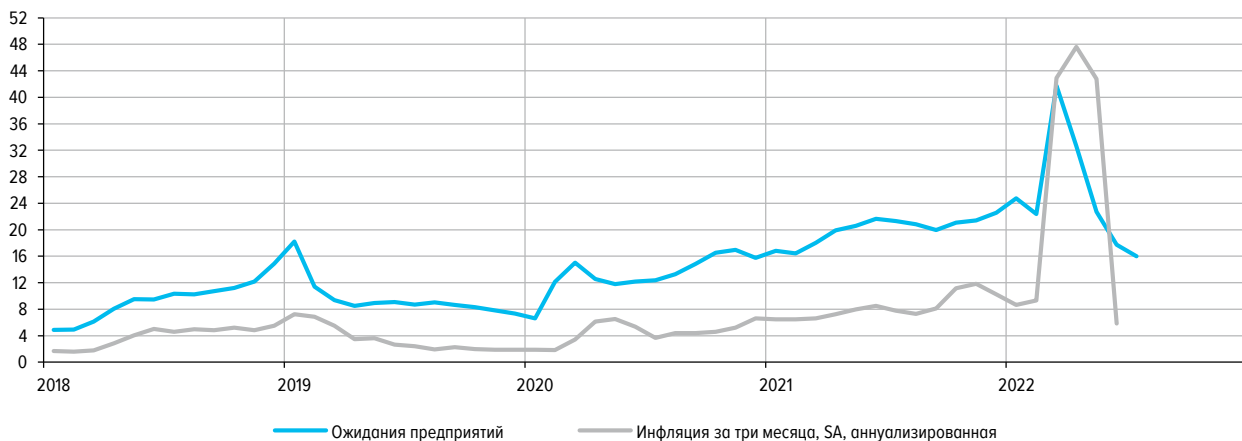
Источники: ООО «инФОМ», расчеты Банка России.

ожидания начали снижаться, а норма сбережений, напротив, расти. В мае 2022 года доля респондентов, предпочитающих откладывать, увеличилась до 53,0% (максимальное значение с марта 2021 года) из-за высокой неопределенности в ожиданиях относительно будущего в новых условиях и сокращения потребления при высоком уровне инфляции. Эти факторы продолжали оказывать влияние в последующие месяцы, в результате чего норма сбережений закрепились на высоком уровне и составила 52,6% к июлю.

Согласно данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России, в период 2021 – февраля 2022 года **ценовые ожидания предприятий** на три месяца вперед преимущественно росли вслед за ценами на сырье, материалы и комплектующие. В марте 2022 года произошел всплеск ценовых ожиданий предприятий почти во всех отраслях (наиболее значительный рост произошел в розничной торговле). Как следствие, ценовые ожидания достигли максимального значения за всю историю

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ, БАЛАНС ОТВЕТОВ (%)

Рис. П-5-4



Источники: Росстат, Банк России.

наблюдений – с января 2000 года. Опрошенные предприятия связывали такую динамику в первую очередь с ослаблением рубля, ростом закупочных цен и снижением запасов. В апреле – июле 2022 года ценовые ожидания предприятий во всех сферах деятельности снизились, практически вернувшись к уровню начала 2021 года. Это главным образом связывалось с сокращением спроса, замедлением роста издержек, в том числе на фоне укрепления рубля, и снижением стоимости моторного топлива. Кроме того, тогда отмечалось замедление роста рисков хозяйственной деятельности, улучшение экономической конъюнктуры и обеспеченности запасами готовой продукции относительно марта 2022 года.

Таким образом, в результате разовых проинфляционных факторов инфляционные ожидания экономических агентов с начала 2021 года до февраля 2022 года имели тенденцию к росту. В марте 2022 года на фоне введения внешних санкций и высокого уровня неопределенности произошел существенный скачок инфляционных ожиданий. При этом уже в апреле – мае 2022 года отмечалось снижение инфляционных ожиданий как населения, так и бизнеса, что объяснялось постепенной адаптацией к новым условиям. Подобное снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса дало предпосылки для уменьшения устойчивого инфляционного давления и стало одним из факторов снижения ключевой ставки в апреле – июле 2022 года. Однако в ходе начавшегося процесса структурной перестройки экономики высоки риски возникновения факторов, способствующих краткосрочным колебаниям цен, что в условиях слабозаякоренных инфляционных ожиданий может привести к росту их волатильности.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 6. ПРОВЕДЕНИЕ БАНКОМ РОССИИ МОНИТОРИНГА ПРЕДПРИЯТИЙ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЕГО РЕЗУЛЬТАТОВ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Банк России, как и многие зарубежные центральные банки, проводит регулярные опросы предприятий нефинансового сектора (мониторинг предприятий). По охвату и продолжительности он не имеет аналогов в России. Свыше 20 лет в нем участвуют руководители более 14 тыс. предприятий во всех регионах. В выборке представлены как крупные, так и средние и малые предприятия основных видов экономической деятельности.

Еще до публикации официальной статистики на основе оценок руководителей предприятий Банк России получает представление о текущем состоянии и перспективах развития экономики и ее основных отраслей, отслеживает адаптацию бизнеса к изменившимся внешним и внутренним условиям. Возможность группировать опросные данные в различных разрезах (регионы/виды экономической деятельности/группы предприятий) существенно повышает их ценность и позволяет проводить углубленный анализ. Это особенно актуально в период возросшей неопределенности в экономике и ухудшения доступности отдельных показателей официальной статистики. Ознакомиться с [опросными анкетами](#) и методологией мониторинга предприятий можно на официальном сайте Банка России в разделе «Мониторинг предприятий».

При принятии решений по денежно-кредитной политике регулятор уделяет особое внимание динамике ценовых ожиданий предприятий. Этот показатель рассчитывается ежемесячно на основе ответов руководителей предприятий на вопрос конъюнктурной анкеты «Как изменятся в следующие три месяца цены на готовую продукцию (услуги) предприятия?» (варианты ответов: «увеличатся», «не изменятся», «уменьшатся»). Ценовые ожидания предприятий публикуются на официальном сайте Банка России с декабря 2018 года (подробнее об их динамике см. в Приложении 5 [«Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов»](#)).

В мае 2022 года Банк России начал ежемесячно публиковать [информационно-аналитический комментарий](#) по данным мониторинга предприятий, а также расширил состав публикуемых [опросных данных](#). Помимо ценовых ожиданий предприятий, теперь на официальном сайте Банка России размещаются оценки динамики индикатора бизнес-климата Банка России (ИБК), производства и спроса как по России в целом, так и по ключевым отраслям экономики.

Индикатор бизнес-климата – один из основных показателей, динамика которого дает достоверную и оперативную информацию о «самочувствии» российской экономики. Это агрегированный показатель, в котором усреднены ответы на вопросы про фактические изменения и ожидания на ближайшие три месяца по спросу и производству.

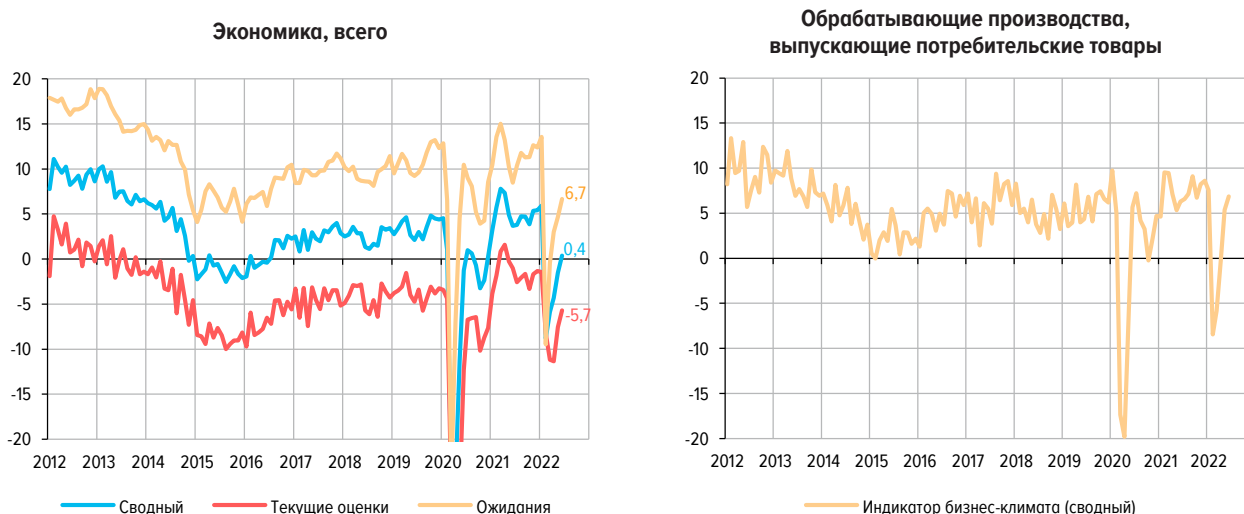
ИБК включает три показателя:

- сводный индекс (опережающий индикатор деловой активности);
- индекс текущих условий (отражает настоящее состояние экономики и включает оценки изменения производства и спроса);
- индикатор ожиданий (настроений) бизнеса.



ИНДИКАТОР БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ  
(пунктов, SA)

Рис. П-6-1



Источник: Банк России.

ИНДИКАТОР БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ  
(пунктов, SA)

Рис. П-6-2



Источник: Банк России.

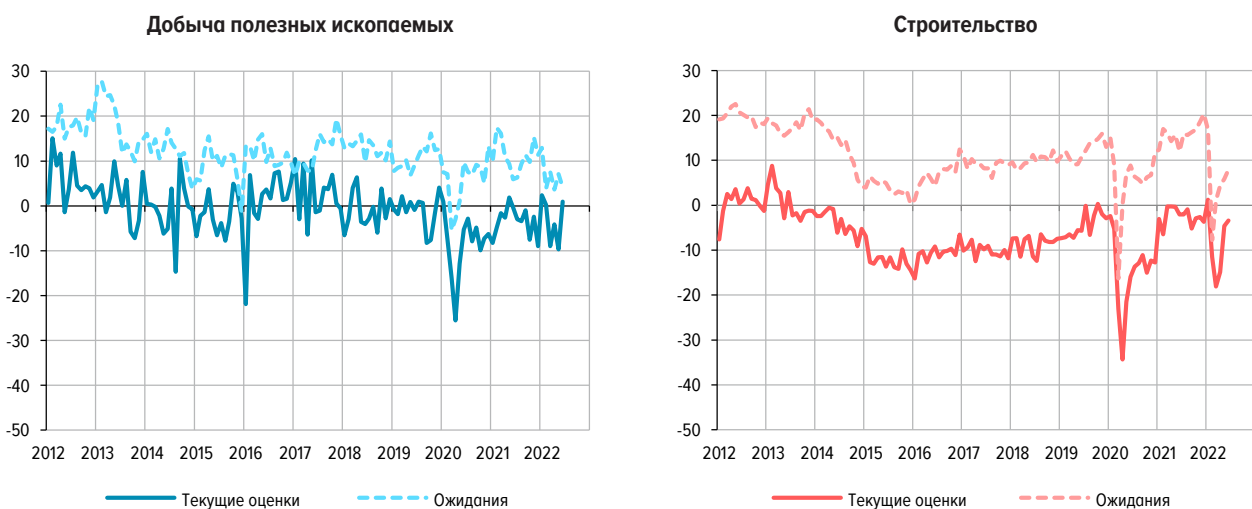
Если по официальной статистике только в апреле 2022 года наблюдалось замедление деловой активности, то сводный ИБК уже в феврале 2022 года перешел в отрицательную область из-за существенного ухудшения ожиданий компаний на фоне усиления санкций и возникшей неопределенности на локальных и глобальных рынках. Резкий спад ИБК был характерен как для экономики в целом, так и для ее ключевых отраслей (в наибольшей степени – для строительства, транспортировки и хранения, сферы услуг). В следующие четыре месяца ожидания компаний улучшались. Это могло стать результатом оперативной подстройки бизнеса к новым экономическим условиям благодаря поиску альтернативных поставщиков и новых рынков сбыта, а также реализации мер господдержки.

ИБК рос четыре месяца подряд и в июне составил 0,4 пункта (в мае: -1,5 пункта). При этом в мае и июне увеличение индикатора не только определялось улучшением ожиданий компаний, но и было связано с менее негативными оценками текущей ситуации. Уверенное улучшение оценок условий ведения бизнеса продемонстрировали компании, выпускающие потребительские товары. В значительной мере это связано с переориентацией спроса на внутренний рынок на фоне сохраняющихся проблем с импортными поставками.

ИБК улучшился в июне 2022 года в разрезе всех федеральных округов. В Сибирском федеральном округе значение индикатора в мае 2022 года перешло в область положительных значений и достигло уровня конца 2020 года. Отмечалось также заметное улучшение ИБК в Северо-Западном федеральном округе.

ОЦЕНКИ ИЗМЕНЕНИЯ ОБЪЕМОВ ПРОИЗВОДСТВА (пунктов, SA)

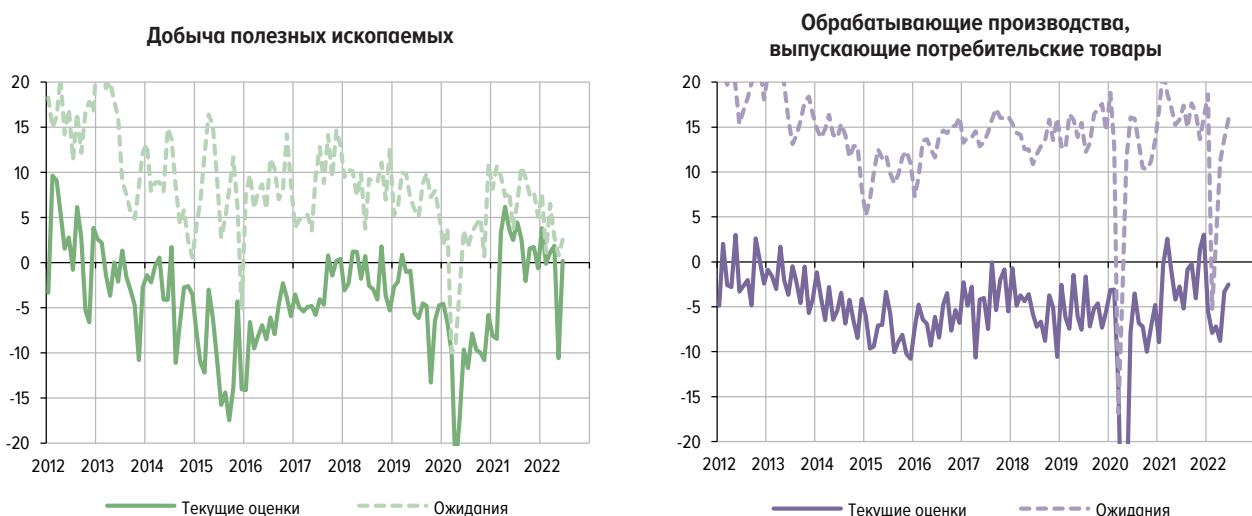
Рис. П-6-3



Источник: Банк России.

ОЦЕНКИ ИЗМЕНЕНИЯ СПРОСА (пунктов, SA)

Рис. П-6-4



Источник: Банк России.

В большинстве отраслей продолжилось замедление спада производства и сжатия спроса. Важным фактором улучшения текущих оценок для предприятий стало частичное решение проблем с поставками сырья, материалов и комплектующих, в том числе через налаживание каналов параллельного импорта. Исключение – добыча полезных ископаемых, где объемы производства пока не стабилизировались. На их динамику влияют введение недружественными странами частичного эмбарго на поставку углеводородов из России и сокращение закупок российской нефти – прежде всего европейскими покупателями.

Ожидания предприятий по будущей динамике спроса улучшились. Они находятся в положительной области уже два месяца. При этом существенных изменений спроса в краткосрочной перспективе предприятия большинства отраслей не ожидают. Исключение – отрасль производства потребительских и промежуточных товаров, где прогнозируют заметный рост спроса. Это связано в том числе с необходимостью оперативного импортозамещения товаров, которые стали недоступны из-за санкций и нарушений логистических цепочек.

Положительная динамика ИБК позволяет ожидать постепенного восстановления деловой активности до уровня конца 2020 – начала 2021 года.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 7. ВЛИЯНИЕ ВВЕДЕНИЯ ЦИФРОВОГО РУБЛЯ НА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ

В 2022 году Банк России продолжил разрабатывать цифровой рубль – новую, третью форму российского рубля. По своим свойствам цифровой рубль будет похож как на наличные деньги, так и на остатки на банковских счетах. Прежде всего цифровые рубли, как и наличные деньги, будут обязательством Банка России. Однако эмитировать их Банк России будет только в цифровой форме, которая характерна для безналичных средств банков.

Введение цифрового рубля обеспечит ряд преимуществ, в числе которых повышение доступности финансовых услуг в том числе на отдаленных и малодоступных территориях; возможность получения доступа к цифровому кошельку через любую финансовую организацию, а также при ограниченном доступе к сети Интернет; развитие новой платежной инфраструктуры. Однако наиболее важно, что третья форма российского рубля позволит оптимизировать стоимость расчетов. Это обеспечит снижение транзакционных издержек и поддержит конкурентоспособность российской экономики. Особую актуальность это приобретает в условиях растущей цифровизации платежных услуг и распространения цифровых национальных валют в других странах. Также введение цифрового рубля позволит реализовать технологию «окрашивания». Это значит, что появится возможность для цифровых рублей выбирать целевое направление использования – например, виды товаров и услуг, за которые можно будет расплатиться «окрашенными» цифровыми рублями. В результате повысится эффективность целевых государственных расходов, в том числе в рамках госзакупок и госконтрактов. «Окрашенные» цифровые рубли будут являться таким же компонентом денежного предложения, как и обычные цифровые рубли и наличные деньги, и наравне с ними будут использоваться в расчетах.

В 2020–2021 годах Банк России проводил публичные обсуждения проекта цифрового рубля, по итогам которых для реализации цифрового рубля была выбрана двухуровневая розничная модель<sup>1</sup>. Это означает, что структура банковской системы не изменится: банки по-прежнему будут выдавать кредиты, привлекать депозиты и проводить большую часть платежей в экономике. Банк России продолжит регулировать финансовый сектор, проводить операции с банковским сектором для реализации денежно-кредитной политики и других своих функций, эмитировать наличные деньги, проводить государственные платежи.

В дополнение к этому Банк России станет эмитентом цифрового рубля и оператором платформы цифрового рубля. Рубли в цифровых кошельках граждан и предприятий будут учитываться на балансе Банка России и являться его обязательствами, как и выпущенные наличные деньги. Банк России будет проводить платежи в цифровых рублях и вести учет цифровых рублей в кошельках клиентов. Но клиенты в этой модели будут взаимодействовать с Банком России не напрямую, а через коммерческие банки. Клиенты будут обращаться в банки (в том числе через платежные приложения), чтобы открыть цифровой кошелек, провести платеж в цифровых рублях, узнать ба-

<sup>1</sup> В концепции цифрового рубля это модель D. «Концепция цифрового рубля» ([http://www.cbr.ru/content/document/file/120075/concept\\_08042021.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/120075/concept_08042021.pdf)). Банк России. 2021.

ланс своего цифрового кошелька. Банки будут обменивать наличные деньги и средства на банковских счетах на цифровые рубли. Кроме того, банки смогут предлагать своим клиентам дополнительные услуги с применением цифровых рублей. Такая модель позволит не только сохранить действующую двухуровневую финансовую систему, но и использовать ее преимущества, а также инфраструктуру финансовых организаций для обслуживания клиентов.

Введение цифрового рубля повлияет на спрос экономических агентов на наличные деньги и средства на банковских счетах. Хотя общий спрос на деньги не изменится, цифровой рубль частично заместит другие формы денег. Соотношение между различными формами денег будет зависеть от ряда факторов, в том числе от удобства их использования, транзакционных издержек и ограничений при конвертации средств из одной формы денег в другую, уровня процентных ставок по банковским депозитам, определяющего привлекательность и конкурентные преимущества безналичных средств банков<sup>2</sup>. Спрос населения и предприятий на различные формы денег, в свою очередь, будет определять влияние цифрового рубля на финансовую систему и экономику.

Банк России будет вводить цифровой рубль постепенно. В 2022 году проводится тестирование платформы цифрового рубля, а уже в 2023 году Банк России планирует приступить к пилотированию расчетов «на реальных деньгах» между физическими лицами (С2С), а также физическими лицами и предприятиями (С2В, В2С). Кроме того, в 2023 году ограниченному кругу участников будет предоставлена возможность заключения и исполнения на платформе цифрового рубля смарт-контрактов, то есть сделок, автоматически исполняемых при наступлении заранее определенных сторонами условий. Этот функционал платформы цифрового рубля позволит оптимизировать бизнес-процессы, связанные с взаимодействием между контрагентами, а также минимизировать время и издержки при проведении сделки. В 2024 году Банк России начнет поэтапно подключать к платформе цифрового рубля все кредитные организации, увеличит количество доступных вариантов платежей и операций с использованием смарт-контрактов. По мере готовности Федерального казначейства станут доступными платежи с использованием цифровых рублей как в пользу государства, так и от государства в пользу физических лиц и предприятий (С2G, В2G, G2С, G2В). Банк России будет сотрудничать с другими центральными банками, разрабатывающими собственные цифровые валюты, для осуществления трансграничных и валютно-обменных операций с цифровыми валютами. В 2025 году Банк России планирует реализовать офлайн-режим цифрового рубля, осуществить подключение небанковских финансовых посредников, финансовых платформ, биржевой инфраструктуры. Поэтапный процесс внедрения цифрового рубля даст участникам рынка возможность адаптироваться к новым условиям.

### **Влияние цифрового рубля на ликвидность банковского сектора, операционную процедуру денежно-кредитной политики**

Спрос экономических агентов на цифровой рубль станет дополнительным фактором формирования ликвидности банковского сектора. Так, при эмиссии цифрового

<sup>2</sup> Грищенко В. «Цифровой рубль: оценка спроса со стороны домохозяйств». *Sbonds Review*, № 2, 2022 год.

ПРИМЕР ДВИЖЕНИЯ СРЕДСТВ ПРИ ЭМИССИИ ЦИФРОВОГО РУБЛЯ БАНКОМ РОССИИ\*

Табл. П-7-1

Банк России		Кредитная организация		Клиент	
Актив	Пассив	Актив	Пассив	Актив	Пассив
Наличные деньги в кассе	Выпущенные наличные деньги	Наличные деньги в кассе	Депозит/счет клиента (безналичные средства)	Наличные деньги	Привлеченный банковский кредит
Требования к кредитной организации	Корсчет кредитной организации (-100)	Корсчет кредитной организации (-100)	Обязательства перед Банком России	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля	
	Цифровой кошелек кредитной организации (+100)	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля (+100)		Депозит/счет клиента в кредитной организации (безналичные средства)	
	Цифровой кошелек клиента	Предоставленные клиенту кредиты			
Изменение баланса	0	Изменение баланса	0	Изменение баланса	0

\* Здесь и далее в таблицах Приложения 7 одним цветом обозначены одинаковые категории активов и пассивов.  
Источник: Банк России.

рубля средства кредитных организаций на корреспондентских счетах будут зачисляться в цифровой кошелек в форме цифрового рубля.

Однако банки не заинтересованы приобретать цифровые рубли, чтобы хранить их в своих кошельках. Банки приобретают цифровые рубли для того, чтобы впоследствии передавать их своим клиентам в обмен на наличные или безналичные средства. От того, как именно происходит рост объема цифровых рублей в кошельках физических лиц и предприятий, зависит их влияние на банковский сектор.

Так, если клиент пополняет цифровой кошелек на платформе Банка России за счет наличных средств, то увеличиваются остатки наличных средств в кассе кредитной организации и сокращаются средства в ее цифровом кошельке на платформе Банка России. В то же время зачисляются средства в цифровой кошелек клиента.

Но у банков нет стимула поддерживать в кассе слишком много наличных денег. Можно ожидать, что банки будут инкассировать избыточные наличные средства

ПРИМЕР ДВИЖЕНИЯ СРЕДСТВ ПРИ ПОПОЛНЕНИИ КОШЕЛЬКА КЛИЕНТА ЗА СЧЕТ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ

Табл. П-7-2

Банк России		Кредитная организация		Клиент	
Актив	Пассив	Актив	Пассив	Актив	Пассив
Наличные деньги в кассе	Выпущенные наличные деньги	Наличные деньги в кассе (+100)	Депозит/счет клиента (безналичные средства)	Наличные деньги (-100)	Привлеченный банковский кредит
Требования к кредитной организации	Корсчет кредитной организации	Корсчет кредитной организации	Обязательства перед Банком России	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля (+100)	
	Цифровой кошелек кредитной организации (-100)	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля (-100)		Депозит/счет клиента в кредитной организации (безналичные средства)	
	Цифровой кошелек клиента (+100)	Предоставленные клиенту кредиты			
Изменение баланса	0	Изменение баланса	0	Изменение баланса	0

Источник: Банк России.



ПРИМЕР ДВИЖЕНИЯ СРЕДСТВ ПРИ ИНКАССАЦИИ КРЕДИТНОЙ ОРГАНИЗАЦИЕЙ  
НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ В БАНК РОССИИ

Табл. П-7-3

Банк России		Кредитная организация		Клиент	
Актив	Пассив	Актив	Пассив	Актив	Пассив
Наличные деньги в кассе (+100)	Выпущенные наличные деньги	Наличные деньги в кассе (-100)	Депозит/счет клиента (безналичные средства)	Наличные деньги	Привлеченный банковский кредит
Требования к кредитной организации	Корсчет кредитной организации (+100)	Корсчет кредитной организации (+100)	Обязательства перед Банком России	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля	
	Цифровой кошелек кредитной организации	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля		Депозит/счет клиента в кредитной организации (безналичные средства)	
	Цифровой кошелек клиента	Предоставленные клиенту кредиты			
Изменение баланса		Изменение баланса		Изменение баланса	
+100		0		0	

Источник: Банк России.

в Банк России, получая средства на свои корсчета. В этом случае объем ликвидности банковского сектора увеличится.

Таким образом, при замещении цифровым рублем наличных денег изменится структура обязательств Банка России: вырастет доля цифровых рублей, однако балансы кредитных организаций останутся неизменными.

К изменениям в балансах кредитных организаций приведет переток средств с банковских счетов клиентов в цифровые кошельки в Банке России.

В этом случае будет происходить отток ликвидности из банковского сектора. Банк России будет учитывать этот отток при проведении своих операций по управлению ликвидностью, снижая объем абсорбирования ликвидности или наращивая ее предоставление, чтобы сохранить контроль над процентными ставками денежного рынка.

ПРИМЕР ДВИЖЕНИЯ СРЕДСТВ ПО СЧЕТАМ ПРИ ПОПОЛНЕНИИ КОШЕЛЬКА КЛИЕНТА ЗА СЧЕТ СРЕДСТВ  
НА БАНКОВСКОМ СЧЕТЕ КЛИЕНТА

Табл. П-7-4

Банк России		Кредитная организация		Клиент	
Актив	Пассив	Актив	Пассив	Актив	Пассив
Наличные деньги в кассе	Выпущенные наличные деньги	Наличные деньги в кассе	Депозит/счет клиента (безналичные средства) (-100)	Наличные деньги	Привлеченный банковский кредит
Требования к кредитной организации	Корсчет кредитной организации	Корсчет кредитной организации	Обязательства перед Банком России	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля (+100)	
	Цифровой кошелек кредитной организации (-100)	Цифровой кошелек на платформе цифрового рубля (-100)		Депозит/счет клиента в кредитной организации (безналичные средства) (-100)	
	Цифровой кошелек клиента (+100)	Предоставленные клиенту кредиты			
Изменение баланса		Изменение баланса		Изменение баланса	
0		-100		0	

Источник: Банк России.

Переток средств с банковских счетов в цифровые рубли может привести к переходу банковского сектора к структурному дефициту ликвидности. Однако это говорит только о том, что Банк России, предоставляя банкам ликвидность в необходимом объеме, из нетто-заемщика банковского сектора по операциям денежно-кредитной политики может стать нетто-кредитором. Такая ситуация является нормальной и не отражает каких-либо сбоев или нарушений в функционировании банковского сектора. Это подтверждает опыт и Банка России (2012 – 2016 годы), и значительного числа центральных банков. Банк России располагает широким перечнем инструментов по предоставлению ликвидности, что позволит компенсировать в полном объеме возможный отток ликвидности, связанный с перетоком средств с банковских счетов клиентов в цифровые кошельки.

В случае перехода российского банковского сектора в состояние структурного дефицита ликвидности, изменения операционной процедуры Банка России будут носить количественный, но не качественный характер. Это объясняется тем, что для достижения операционной цели Банк России по-прежнему будет стремиться обеспечить баланс спроса и предложения ликвидности в банковском секторе. Для этого при необходимости Банк России будет изменять направленность и объемы своих операций с кредитными организациями. Также возможно дальнейшее расширение перечня активов, принимаемых в качестве обеспечения по операциям предоставления ликвидности Банком России. Тем не менее при необходимости Банк России готов ввести количественные ограничения по операциям с цифровым рублем, в том числе в отношении размера средств в цифровом кошельке, объема операций и так далее.

### **Влияние цифрового рубля на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики**

Влияние цифрового рубля на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, вероятнее всего, будет небольшим и растянутым во времени. При введении цифрового рубля рост неопределенности относительно клиентских потоков, возможное изменение структуры банковских балансов могут оказать «зашумляющее» влияние на трансмиссию сигнала денежно-кредитной политики в экономику. Однако в долгосрочной перспективе, возможно, эффективность трансмиссии денежно-кредитной политики в экономику повысится в результате увеличения доступности, охвата и скорости предоставления финансовых услуг за счет использования цифрового рубля широким кругом потребителей.

### **Влияние цифрового рубля на финансовую стабильность**

Введение цифрового рубля и переток средств с банковских счетов клиентов в цифровые кошельки на платформе Банка России не формируют рисков для финансовой стабильности.

Во-первых, постепенное и растянутое во времени введение цифрового рубля позволит минимизировать риск значительного оттока ликвидности из банковского сектора. Это даст возможность кредитным организациям адаптироваться к изменению структуры их балансов. Банк России, в свою очередь, будет компенсировать отток ликвидности из банков в полном объеме за счет существующих инструментов денежно-кредитной политики.

Во-вторых, риски для финансовой стабильности, связанные с перетоком средств из банковских депозитов в цифровые рубли в результате так называемого «бегства в качество», представляются незначительными. Подобные эпизоды в истории неоднократно наблюдались при формировании у экономических агентов опасений относительно устойчивости банковского сектора. В таких условиях возможен переток средств из менее надежных в более надежные финансовые инструменты, в том числе наличные деньги, золото, устойчивые иностранные валюты. Однако в результате повышения устойчивости российской банковской системы и доверия к ней экономических агентов, перехода к таргетированию инфляции и плавающему валютному курсу повышение рисков в экономике не сопровождалось устойчивым «бегством в качество», а происходившие эпизоды роста объема наличных денег в обращении (2014, 2020, 2022 годы) были краткосрочными. Действующая система страхования банковских вкладов обеспечивает их сохранность. В то же время в отличие от средств в цифровых кошельках преимуществом средств, размещенных на банковских счетах, является начисляемый на них доход. Руководствуясь этим, во избежание конкуренции с банковским сектором Банк России принял решение не начислять проценты на средства в цифровых кошельках на платформе Банка России.

Возможность начисления процентов на остатки средств в цифровых валютах в качестве дополнительного преимущества рассматривают центральные банки, которые установили близкие к нулю или отрицательные процентные ставки и тем самым исчерпали потенциал стандартных инструментов денежно-кредитной политики. В таких условиях у центральных банков появляется дополнительный инструмент регулирования процентных ставок в экономике и стимулирования рыночной активности. Однако Банк России располагает действенными инструментами денежно-кредитной политики, и проценты, начисляемые на средства в цифровых кошельках, только усилили бы переток средств с банковских счетов в цифровые рубли.

Таким образом, нет оснований ожидать, что введение цифрового рубля приведет к масштабному оттоку средств с банковских депозитов, привлекательность которых обеспечена процентным доходом или бонусными программами. Вместе с тем для банков наличие конкуренции в виде еще одного дешевого и удобного платежного инструмента станет дополнительным стимулом для повышения привлекательности банковских счетов. В целом распространение цифрового рубля создаст условия для повышения конкуренции в банковском секторе, более эффективного перераспределения финансовых ресурсов в экономике, перераспределения прибыли в банковском секторе в пользу кредитных организаций, предлагающих более выгодные условия по своим продуктам.

В то же время введение цифрового рубля будет способствовать поддержанию финансовой стабильности. Во-первых, это снизит уязвимость российского банковского сектора и экономики в целом, учитывая стремительное развитие цифровых финансовых технологий и распространение цифровых валют центральных банков других стран. Во-вторых, создание дополнительной платежной инфраструктуры для цифрового рубля будет способствовать устойчивости, надежности и бесперебойности работы платежной системы и денежных расчетов в целом. Это необходимое условие поддержания финансовой стабильности, поскольку с учетом высокого уровня концентрации в российском банковском секторе сбоев в работе платежных инструментов

крупных кредитных организаций может оказать крайне негативное влияние на платежный рынок в целом.

Таким образом, во-первых, введение цифрового рубля не затронет фундаментальные основы функционирования банковской системы и принципы реализации денежно-кредитной политики. Двухуровневая розничная модель реализации цифрового рубля позволит сохранить функции кредитных организаций, прежде всего кредитование экономики и формирование стабильных инструментов сбережения, а также использовать инфраструктуру кредитных организаций для обслуживания клиентов. Во-вторых, введение цифрового рубля создаст условия для повышения конкуренции в банковском секторе и перераспределения прибыли в пользу более эффективных финансовых посредников, а также развития платежной инфраструктуры. В-третьих, в случае перетока средств с банковских счетов в цифровые рубли и формирования структурного дефицита ликвидности Банк России готов оперативно реагировать и принимать все необходимые меры для поддержания краткосрочных процентных ставок вблизи ключевой ставки, обеспечения устойчивости банковской системы и финансовой стабильности.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 8. ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: МЕЖСТРАНОВЫЕ СОПОСТАВЛЕНИЯ

### Роль стран с режимом таргетирования инфляции в мировой экономике

По данным МВФ<sup>1</sup>, в настоящее время в мире денежно-кредитную политику в рамках стратегии таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят 47 стран<sup>2</sup>. По оценкам на 2021 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. Первой страной, перешедшей к таргетированию инфляции, стала в 1989 году Новая Зеландия. Вслед за ней из-за недостаточной эффективности действовавших режимов денежно-кредитной политики к таргетированию инфляции начали переходить другие страны. Так, режимы таргетирования отличных от инфляции макроэкономических показателей (например, денежных агрегатов или курсов валют) не позволяли национальным экономикам с той же эффективностью абсорбировать внутренние и внешние экономические шоки, не обеспечивали необходимую предсказуемость макроэкономических условий, в целом ограничивали гибкость<sup>3</sup> денежно-кредитной политики. В 1997 году первой среди стран с формирующимися рынками, перешедших к таргетированию инфляции, стала Чехия<sup>4</sup>. Россия перешла к таргетированию инфляции с 2015 года. По состоянию на 2021 год среди СФР 34 страны являются таргетерами инфляции (далее – страны-таргетеры).

За более чем 30-летнюю историю таргетирование инфляции в мире доказало свою высокую эффективность, не только поддерживая покупательную способность национальной валюты через низкую и стабильную инфляцию, но и одновременно создавая условия для улучшения качества роста экономики. Многочисленные эмпирические исследования, в частности, показывают, что таргетирование инфляции повышает эффективность использования факторов производства в экономике и в целом увеличивает устойчивость экономического роста<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> См. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021*.

<sup>2</sup> США и еврозона официально не объявляют себя странами-таргетерами, однако имеют все основные отличительные элементы стратегии таргетирования инфляции. Федеральная резервная система США и Европейский центральный банк придают первостепенное значение поддержанию низкой и стабильной инфляции при проведении денежно-кредитной политики и стремятся к достижению выбранных и объявленных публично целей по инфляции.

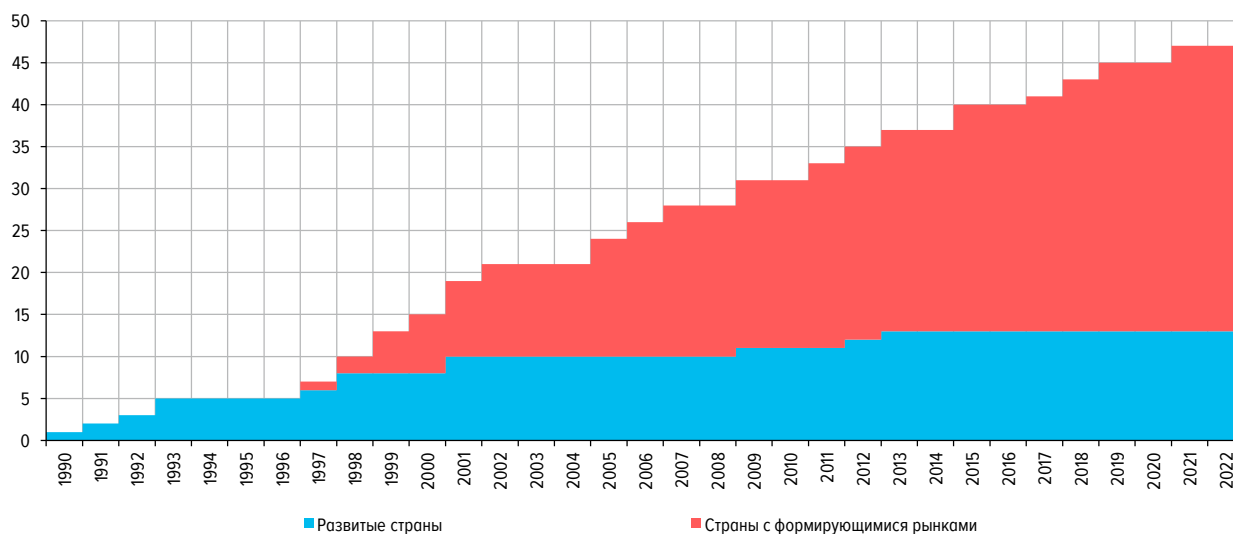
<sup>3</sup> Более высокая гибкость денежно-кредитной политики в условиях таргетирования инфляции во многом обеспечивается за счет закоренности инфляционных ожиданий реального сектора экономики и участников финансового рынка на цели центрального банка по инфляции. Благодаря этому центральные банки стран-таргетеров могут проводить более выраженную и эффективную контрциклическую политику для минимизации масштаба циклических колебаний экономики и стабилизации инфляции у цели. Это преимущество особенно актуально для СФР, где центральные банки исторически зачастую были вынуждены ужесточать, а не смягчать денежно-кредитную политику во время кризисов, что усиливало масштабы спадов экономики.

<sup>4</sup> МВФ начал классифицировать Чехию как развитую страну только с 2009 года (*World Economic Outlook*, октябрь 2009 года).

<sup>5</sup> См., например, метаанализ исследований, посвященных изучению результативности таргетирования инфляции: Hippolyte W. Balima, Eric G. Kilama, René Tapsoba. *Inflation targeting: Genuine effects or publication selection bias?* (<http://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2020.103520>). *European Economic Review*. Volume 128, 2020.

СТРАНЫ, ПРИМЕНЯЮЩИЕ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ  
(количество стран, ед.)

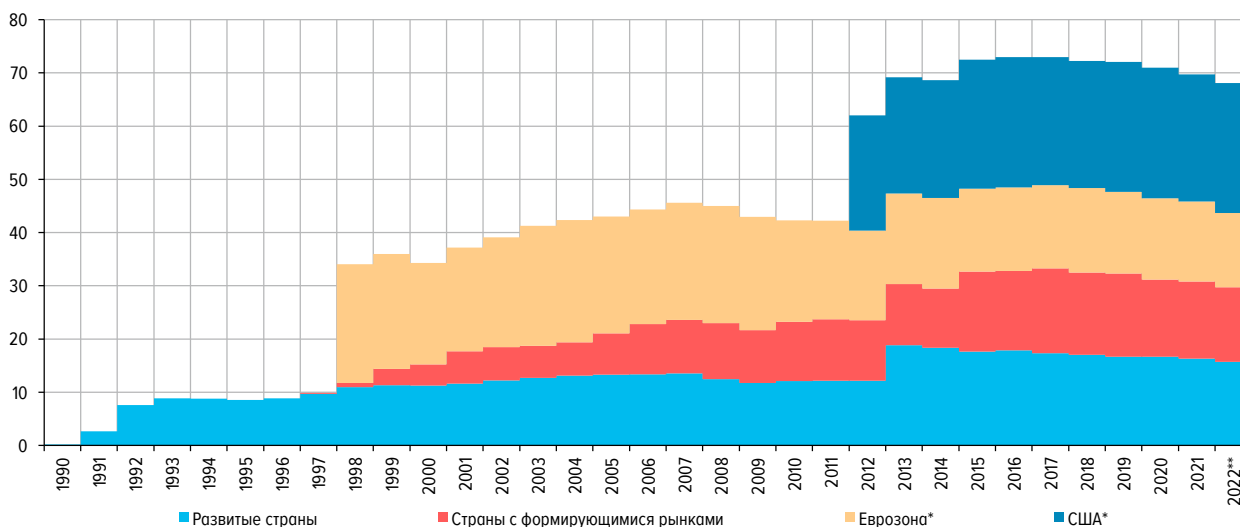
Рис. П-8-1



Источники: МВФ, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2021 год).

ДОЛЯ СТРАН, ПРОВОДЯЩИХ ПОЛИТИКУ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ, В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ  
(доля в мировом ВВП, %)

Рис. П-8-2



\* В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – после введения евро в 1999 году.

\*\* Прогнозные значения.

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

## Выбор целей по инфляции и их достижение после введения режима таргетирования инфляции

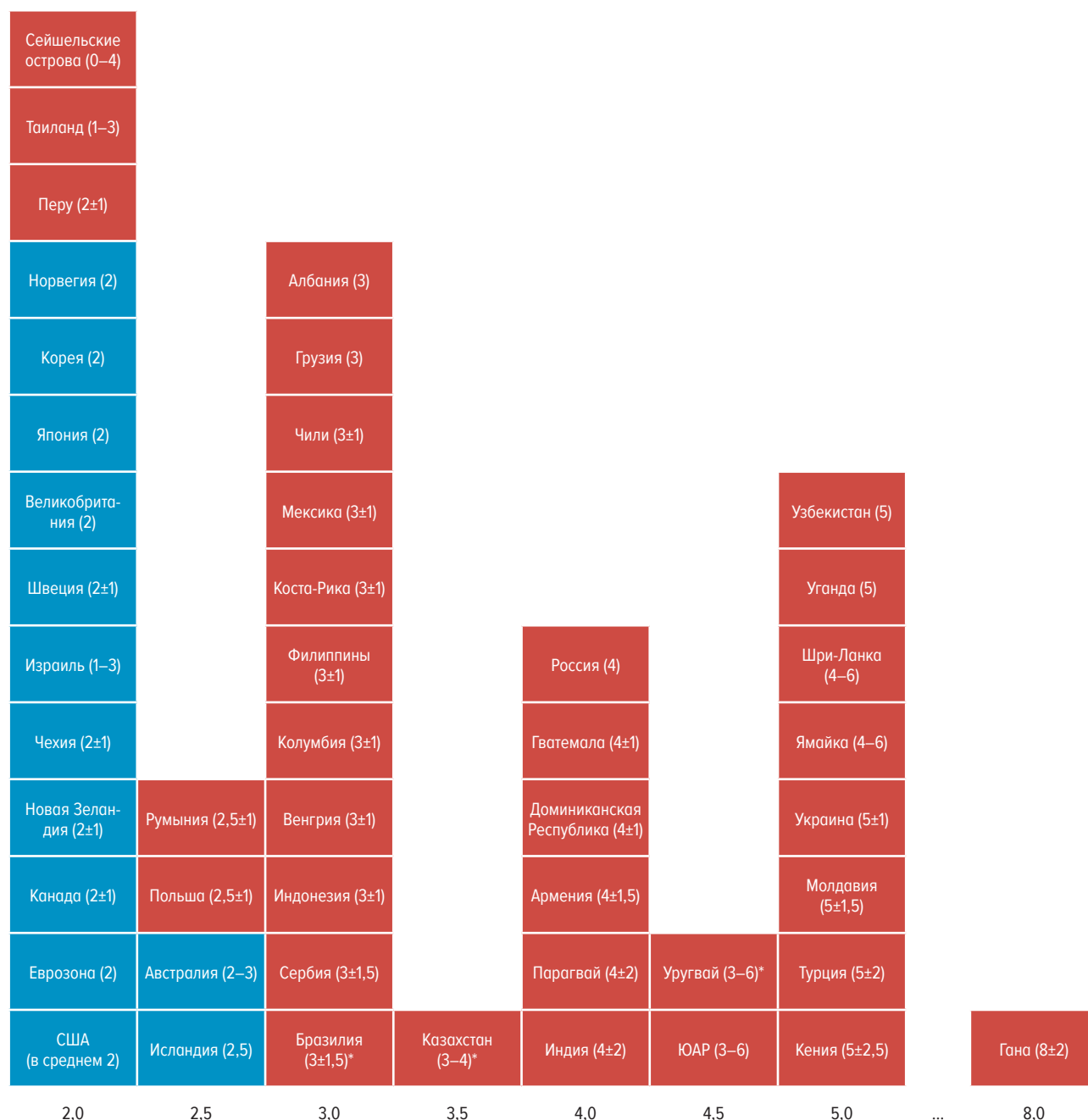
Центральные банки стран-таргетеров обычно устанавливают цель по инфляции с учетом структурных и институциональных особенностей экономики. Так, экономики развитых стран более устойчивы, а монетарные власти обладают более продолжительным опытом таргетирования инфляции<sup>6</sup> и высоким доверием к проводимой денежно-кредитной политике. Это позволяет поддерживать инфляционные ожидания, процентные ставки в экономике и саму инфляцию на более низком уровне, чем

<sup>6</sup> Так, средний период таргетирования инфляции в развитых странах составляет 24 года по сравнению с 13 годами среди СФР.



## ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ, ПРИМЕНЯЮЩИХ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ (%)

Рис. П-8-3



\* Цель Банка Бразилии с 2024 года (цель на 2022 год установлена на уровне 3,5%±1,5), цель Банка Казахстана – с 2025 года (цель на 2022 год установлена в диапазоне 4–6%), цель Банка Уругвая – с сентября 2022 года (до сентября действует диапазон 3–7%).

Примечание. Красный цвет – СФР, синий – развитые страны.

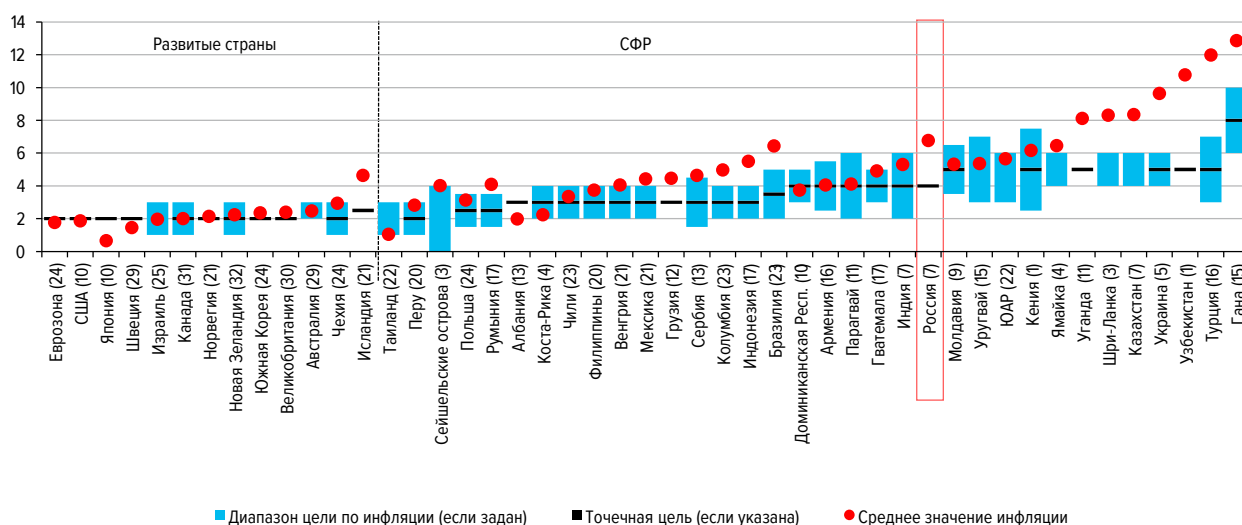
Источники: сайты центральных банков, ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2021 год).

в СФР. Поэтому цели по инфляции в развитых странах в основном находятся на уровне 2% (за исключением Исландии и Австралии). Рынки развивающихся стран, как правило, более волатильны, что осложняет задачу по стабилизации инфляции на уровнях, сопоставимых с развитыми странами. Из-за этого в СФР цели по инфляции обычно выше, чем в развитых странах, и чаще всего устанавливаются в диапазоне от 3 до 4%.

Мировой опыт таргетирования инфляции показывает, что снижение инфляции с высокого уровня к цели может занимать несколько лет, поэтому некоторые централь-

РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ ПО СТРАНАМ:  
ЦЕЛИ (%) И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ (% Г/Г)

Рис. П-8-4



Примечание. Среднее значение инфляции рассчитано с момента перехода к режиму таргетирования инфляции по июнь 2022 года включительно. Для каждой страны использовался соответствующий цели индикатор инфляции: PCE – для США, CPIF – для Швеции, core CPI – для Уганды. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страны сгруппированы по целевому уровню инфляции: точке или середине целевого интервала (если середина не задана официально, она рассчитывается исходя из размера заданного диапазона). Внутри групп страны отсортированы по величине среднего значения инфляции.  
Источники: сайты статистических служб, сайты центральных банков, расчеты Банка России.

ные банки на начальном этапе устанавливают промежуточные ежегодные ориентиры по уровню инфляции. При общности подходов политики стран-таргетеров такие детали режима, как наличие или отсутствие диапазона допустимых отклонений и горизонта возвращения инфляции к цели, особенности операционного механизма, могут различаться в зависимости от уровня развития финансовых рынков и в целом специфики конкретной страны.

Хотя на практике в отдельные периоды инфляция может значительно отклоняться от цели, большинство центральных банков стран-таргетеров (как развитых стран, так и СФР), в конечном счете успешно удерживают инфляцию вблизи целевых значений. При этом в большинстве развитых стран-таргетеров инфляция в среднем за весь период таргетирования инфляции отклоняется от целевого уровня (точки или середины диапазона) не более чем на 2 п.п., а в большинстве развивающихся – не более чем на 3 процентных пункта. Опыт таргетирования инфляции также играет роль: в подавляющем большинстве стран-таргетеров с опытом более 20 лет инфляция в среднем находится в пределах установленных целей. В странах с меньшим опытом разброс инфляции несколько выше.

### Причины устойчиво низкой инфляции в мире после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов

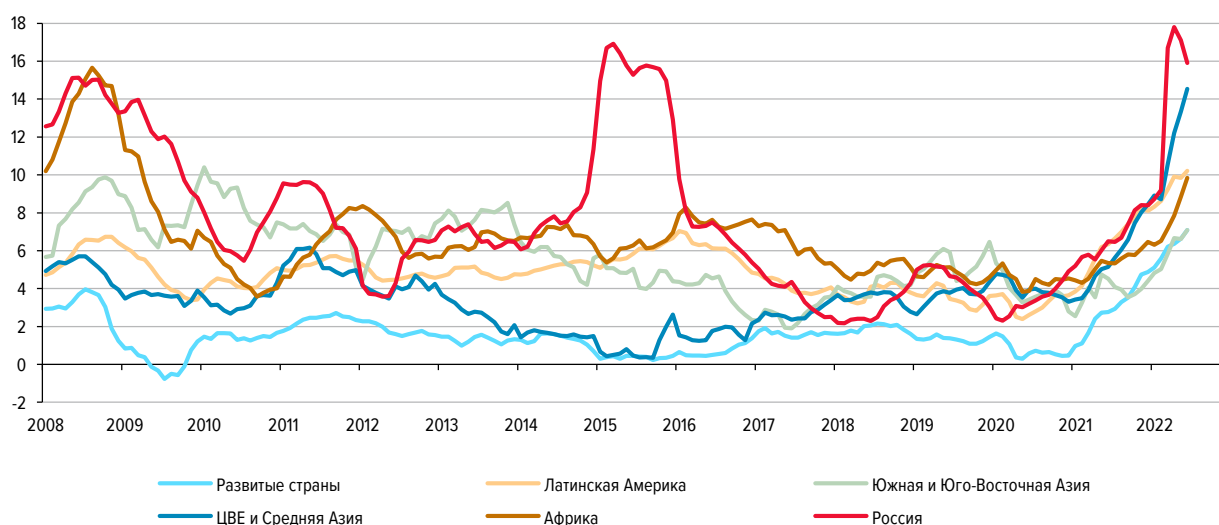
Десятилетие после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов (МФК) стало периодом устойчиво низкой инфляции в масштабах мировой экономики. Хотя в СФР инфляционная картина различалась в разных странах и регионах, важный вклад в укрепление общего тренда на формирование более низкой инфляции в этой группе стран вносил рост доверия к проводимой макроэкономической политике, в том числе на фоне увеличения среди СФР числа центральных банков, таргетирующих инфляцию. В развитых странах ослабление инфляционного давления было особенно сильным. Во многих из них инфляция в течение продолжительного времени после

МФК находилась даже ниже целей по инфляции, несмотря на существенное смягчение денежно-кредитной политики центральными банками этих стран.

На инфляцию в развитых странах влияли как циклические, так и структурные факторы. Так, восстановление крупнейших развитых экономик после МФК происходило медленно. Во многом это можно объяснить следующими причинами: запуском глобальной реформы банковского регулирования<sup>7</sup>, направленной на повышение устойчивости банковских систем к финансовым кризисам; существенным снижением склонности к риску широкого круга экономических агентов (населения, бизнеса и так далее)<sup>8</sup>; постепенным сворачиванием бюджетных стимулов<sup>9</sup> после завершения активной фазы МФК и на фоне обострения проблем с государственным долговым бременем, особенно после европейского долгового кризиса 2009 – 2010 годов<sup>10</sup>. Понижительное давление на цены оказывало и усиление глобальной конкуренции в сфере розничной торговли на фоне быстрого развития сегмента интернет-розницы (так называемый Amazon-эффект)<sup>11</sup>. Кроме того, замедление темпов роста совокупной факторной производительности<sup>12</sup> и низкая склонность экономических агентов к риску одновременно привели к существенному снижению нейтральных процентных ставок денежно-

УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ В РАЗРЕЗЕ ГРУПП СТРАН  
(п.п.)

Рис. П-8-5



Примечание. Для расчетов используется средневзвешенный по ВВП внутри каждой группы уровень инфляции. Список стран по регионам: развитые страны – США, страны еврозоны, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия; Латинская Америка – Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай; Южная и Юго-Восточная Азия – Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка; ЦВЕ и Средняя Азия – Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдавия, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан; Африка – ЮАР, Сейшельские острова, Гана, Уганда, Кения.

Источники: Sbond, Всемирный банк, расчеты Банка России.

<sup>7</sup> См. Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo, Luiz Pereira da Silva. What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance?. BIS Quarterly Review. September 2017.

<sup>8</sup> См., например, Brad Jones. Uncertainty and Risk Aversion – Before and After the Pandemic. Reserve Bank of Australia.

<sup>9</sup> См. Fiscal consolidation targets, plans and measures in OECD countries, Restoring public finances, 2012

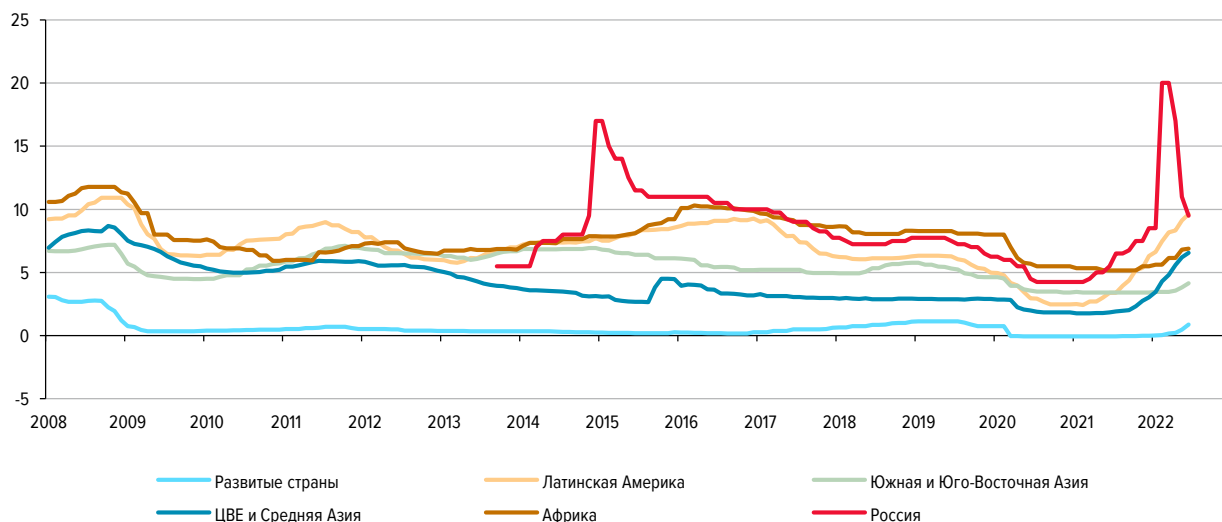
<sup>10</sup> См. Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, Martin A. Weiss. The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress. Congressional Research Service, 2012.

<sup>11</sup> См. выступление Janet L. Yellen на конференции «Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals». 2017.

<sup>12</sup> См. Dieppe, Alistair. 2021. Global Productivity. Trends, Drivers, and Policies. Washington, DC. World Bank.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ ПО РЕГИОНАМ (%)

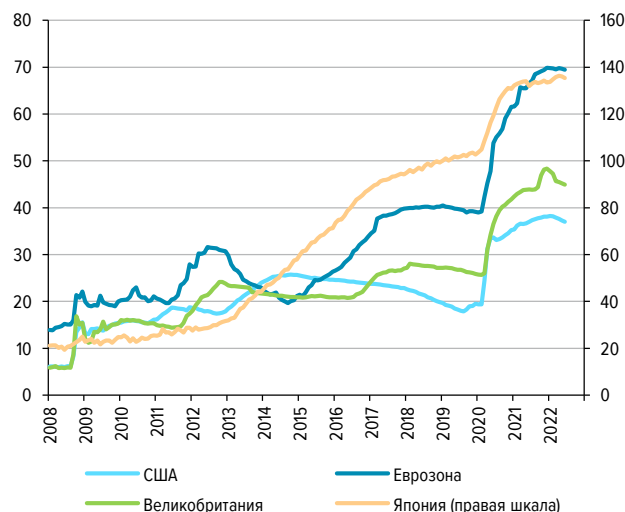
Рис. П-8-6



Примечание. Ставка рассчитана как взвешенное по величине ВВП страны в регионе значение ключевых ставок центральных банков с января 2008 года по 21 июля 2022 года включительно. Список стран по регионам: развитые страны – США, страны еврозоны, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия; Латинская Америка – Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай; Южная и Юго-Восточная Азия – Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка; ЦВЕ и Средняя Азия – Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдавия, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан; Африка – ЮАР, Сейшельские острова, Гана, Уганда, Кения. Источники: Sbond, расчеты Банка России.

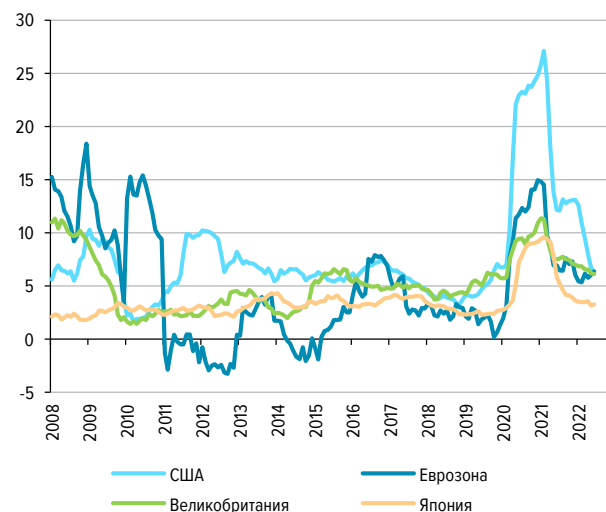
ОТНОШЕНИЕ БАЛАНСА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА К ВВП В СТРАНАХ G4 (%)

Рис. П-8-7



ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (M2) В СТРАНАХ G4 (% г/г)

Рис. П-8-8



Примечание. На рисунке П-8-7 отражено отношение величины баланса центрального банка к средней величине ВВП страны за последние четыре квартала. Источники: Sbond, расчеты Банка России.

кредитной политики в этой группе стран<sup>13</sup>. Это означает, что денежно-кредитная политика центральных банков развитых стран, снизивших ставки после начала МФК до околонулевых значений, в действительности не оказывала достаточного стимулирующего влияния для компенсации эффектов широкого набора дезинфляционных факторов. С целью увеличения монетарных стимулов для поддержки восстановления

<sup>13</sup> См. Holston K., Laubach, T., & Williams, J.C. (2017). Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics*, 108.

экономик и недопущения устойчивой дефляции центральные банки крупнейших развитых экономик обратились к инструментам нетрадиционной денежно-кредитной политики, в первую очередь к расширению балансов за счет программ покупки активов. Однако даже с учетом совокупности традиционных и нетрадиционных монетарных стимулов темпы роста денежной массы в ключевых развитых экономиках оставались низкими вплоть до начала пандемии COVID-19.

## НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Основным инструментом, используемым центральными банками для достижения целей по инфляции, является ключевая ставка, задающая уровень, вблизи которого центральный банк поддерживает краткосрочные ставки денежного рынка. Ключевая ставка позволяет центральному банку влиять на денежно-кредитные условия в очень широких пределах. Однако возможности смягчения денежно-кредитных условий посредством снижения ставки ограничены наличием эффективной нижней границы (Effective Lower Bound, ELB). ELB – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (например, ставки по депозитам перестают снижаться вслед за ключевой ставкой). Уровень ELB варьируется в зависимости от экономических условий, его частным случаем является нулевая граница (Zero Lower Bound, ZLB). В случае когда ключевая ставка уже находится вблизи ELB, а в экономике сохраняются выраженные дезинфляционные или даже дефляционные риски или инфляция устойчиво отклоняется вниз от целевого уровня, необходимое смягчение денежно-кредитных условий происходит за счет нетрадиционных инструментов, к которым относятся:

**Покупки активов** (в рамках программ количественного смягчения (Quantitative Easing, QE) или контроля кривой доходностей (Yield Curve Control, YCC) – покупки центральным банком финансовых активов (например, государственных облигаций) на открытом рынке в заранее установленных (в случае QE) или неограниченных (в случае YCC) объемах. Этот механизм позволяет снижать средне- и долгосрочные процентные ставки, смягчая денежно-кредитные условия.

**Forward Guidance (FG)** – сигнал центрального банка о намерениях придерживаться определенной направленности денежно-кредитной политики. Посредством этого инструмента центральный банк стремится влиять на ожидания и решения экономических агентов, в том числе для того, чтобы снизить неопределенность на рынке, которая может выражаться в повышенных уровне и волатильности процентных ставок. В условиях нетрадиционной денежно-кредитной политики FG имеет усиленную форму, когда центральный банк на достаточно длительном временном горизонте обозначает условия или сроки возможного начала повышения ключевой ставки или изменения параметров программ покупок активов.

В мире нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики в подавляющем большинстве используются центральными банками развитых стран (США, Великобритания, еврозона и другие), которые массово столкнулись с проблемой ELB при рисках устойчивой дефляции после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов, а также после начала пандемии COVID-19 весной 2020 года. Покупки активов в рамках количественного смягчения являются наиболее активно используемым, а также относительно эффективным средством поддержки совокупного спроса в условиях исчерпания пространства для традиционной денежно-кредитной политики<sup>1</sup>. Однако использование подобных инструментов

<sup>1</sup> См. Andrew Bailey, Jonathan Bridges, Richard Harrison, Josh Jones and Aakash Mankodi: *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future*, Bank of England Staff Working Paper, 2020.

также сопровождается высокими рисками из-за возможного искажения рыночного ценообразования на финансовых рынках. Это в том числе повышает непредсказуемость последствий сворачивания программ покупок активов для финансовых рынков и экономики в целом.

### Ускорение инфляции в мире в 2021–2022 годах и реакция центральных банков

Продолжительный период очень низкой инфляции после МФК укреплял мнение среди центральных банков развитых стран об устойчивости снижения нейтральных уровней процентных ставок, а также об уплощении кривой Филлипса<sup>14</sup>. Последнее в условиях низких инфляционных ожиданий, в частности, предполагало, что любые изменения в экономической активности не транслируются в той же мере в динамику инфляции, как это оценивалось до начала МФК. Такой взгляд на условия проведения макроэкономической политики во многом предопределил реакцию центральных банков и правительств развитых стран на кризис, вызванный началом пандемии COVID-19 в 2020 году. Денежно-кредитная и бюджетная политика в ответ на пандемию COVID-19 была смягчена как в большинстве СФР, так и в развитых странах. Однако в развитых странах масштаб стимулирующих мер носил беспрецедентный характер, отражая ожидания существенного и продолжительного отклонения экономик вниз от потенциала, а инфляции – вниз от целей.

На практике по мере постепенного развития эпидемической ситуации в мире оказалось, что масштаб ожидавшегося на начальном этапе дезинфляционного давления был переоценен. Пандемия COVID-19 привела к возникновению дисбаланса спроса и предложения на глобальном уровне. Нарушения производственных и логистических цепочек вызвали длительные перебои на стороне предложения. При этом меры бюджетной и монетарной поддержки обусловили быстрое восстановление спроса. В сочетании с изменениями в структуре потребления (от услуг в пользу товаров) это привело к ускоренному нарастанию инфляционного давления в мире с конца 2020 года<sup>15</sup>.

Несмотря на некоторые общие тенденции, картина инфляции в мире после начала пандемии была неоднородной. Быстрее всего инфляция росла в странах Центральной и Восточной Европы, а также Латинской Америки. В то же время в странах Южной и Юго-Восточной Азии ценовое давление хотя и росло, но дольше оставалось умеренным на фоне сильного снижения экономической активности и более медленного восстановления спроса из-за противоэпидемических мер<sup>16</sup>. В крупнейших развитых странах рост цен в 2022 году достиг рекордных за последние 40 лет значений.

Беспрецедентное ускорение инфляции в мире обусловило необходимость ужесточения денежно-кредитной политики во многих странах, но сроки начала этого ужесточения разнились. В крупнейших СФР процесс нормализации денежно-кредитной политики начался уже в марте 2021 года (Бразилия и Россия). Повышение ставок там началось на фоне устойчивого восстановления спроса и более быстрого, чем в других странах, роста инфляции и инфляционных ожиданий. В странах Азии из-за слабого восстановления экономической активности и низкой инфляции денежно-кредитная политика дольше оставалась стимулирующей.

<sup>14</sup> См. выступление Andrew G Haldane на National Science and Media Museum. Bradford, 2017.

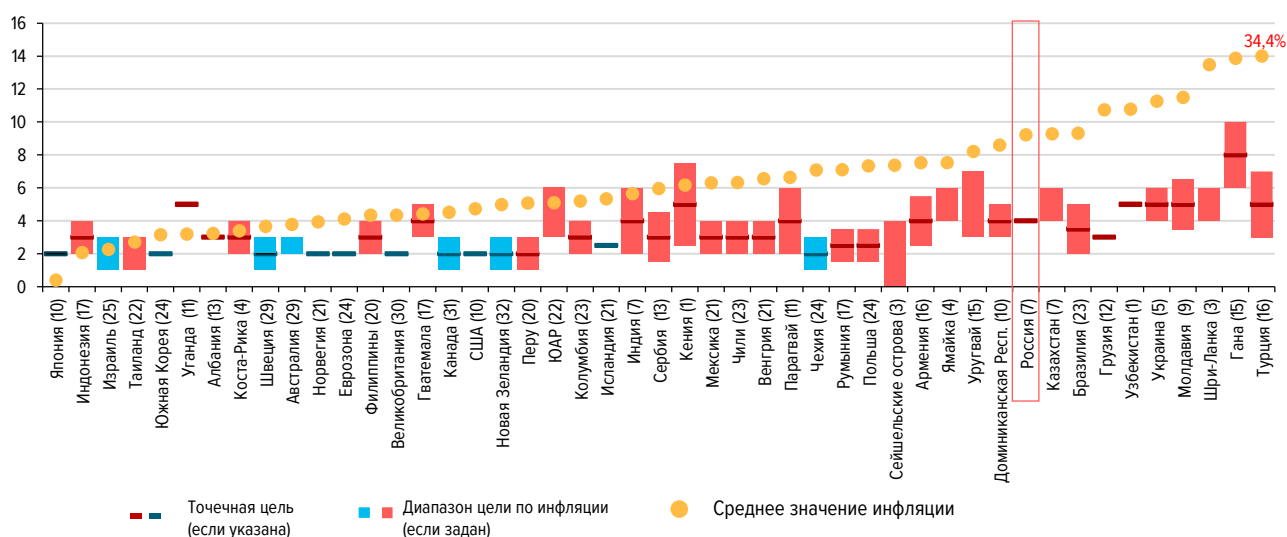
<sup>15</sup> См. BIS Annual Economic Report 2022.

<sup>16</sup> См. Asian Development Outlook (ADO) 2021: Financing a Green and Inclusive Recovery.



## ЦЕЛИ (%) И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ (% Г/Г) В 2021–2022 ГОДАХ

Рис. П-8-9



Примечание. Среднее значение рассчитано по данным с января 2021 года по июнь 2022 года включительно. Для каждой страны использовался соответствующий цели индикатор инфляции: PCE – для США, CPIF – для Швеции, core CPI – для Уганды. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страны отсортированы по величине среднего уровня инфляции. Синим цветом выделены развитые страны, красным – СФР.  
Источники: сайты центральных банков, сайты статистических служб, расчеты Банка России.

Центральные банки развитых стран на начальных этапах повышения инфляции полагали, что избыточное инфляционное давление самостоятельно исчерпается на краткосрочном горизонте без реакции со стороны денежно-кредитной политики, а устойчивое инфляционное давление останется низким. Однако инфляция росла и обновляла рекорды в условиях роста цен на энергоресурсы и сохраняющихся дисбалансов спроса и предложения<sup>17</sup>. По мере роста признаков устойчивого характера инфляционного давления центральные банки развитых стран начали корректировать сигналы о сроках нормализации денежно-кредитной политики, а затем сворачивать программы покупки активов, запущенные или расширенные во время пандемии, и переходить к циклу повышения ключевых ставок<sup>18</sup>.

В этих условиях центральные банки как развитых стран, так и СФР начали существенно менять прогнозы возвращения инфляции к цели. В СФР необходимость ужесточения денежно-кредитной политики для стабилизации инфляции на среднесрочном горизонте признавалась уже в начале 2021 года. В развитых странах недооценка устойчивости инфляционных факторов предопределила резкий сдвиг прогнозных траекторий вверх.

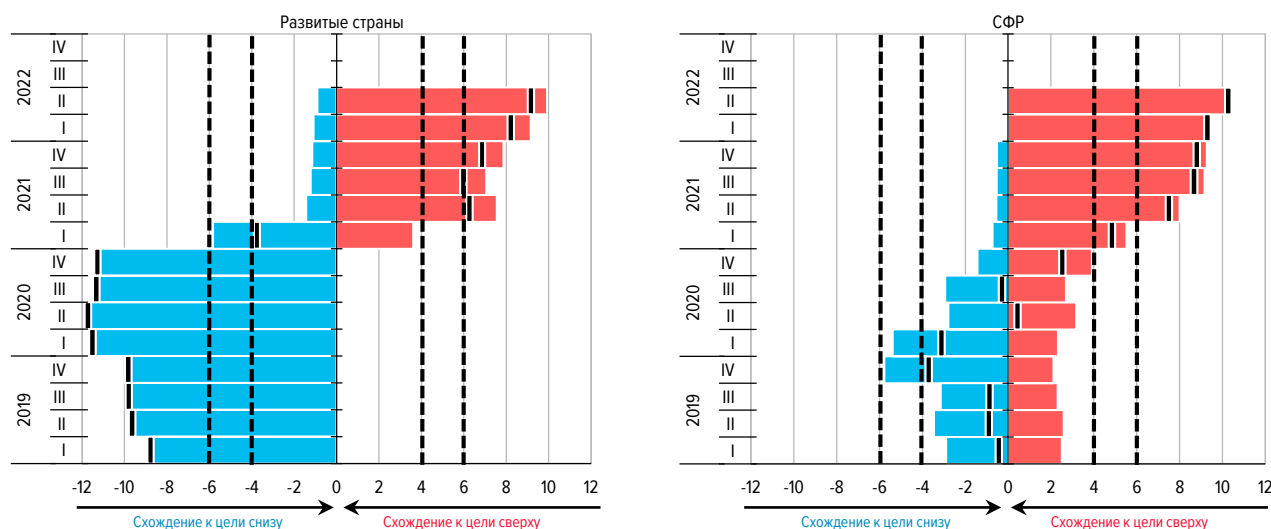
Из-за значительного и продолжительного роста цен, вызванного в том числе длительными шоками предложения, для центральных банков усложнился поиск компромисса между стабилизацией инфляции и экономической активностью: слишком быст-

<sup>17</sup> См. *International Monetary Fund, World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures, 2021.*

<sup>18</sup> Нормализация политики в условиях применения нетрадиционных мер начинается, как правило, со сворачивания таких мер. Постепенное сворачивание QE началось в апреле 2021 года Банком Канады. Первой страной, завершившей программу QE, стала Новая Зеландия (в июле 2021 года). Страны G4 дольше других сохраняли свои программы. К повышению ставок первыми перешли Исландия, Чехия, Корея и Норвегия (в мае, июне, августе и сентябре 2021 года соответственно), которые не проводили программы QE.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ СРОКОВ СХОЖДЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ К ЦЕЛИ НА ПРОГНОЗНОМ ГОРИЗОНТЕ  
ПО ГРУППАМ СТРАН  
(число кварталов, ед.)

Рис. П-8-10



Примечание. Пунктиром отмечен горизонт влияния денежно-кредитной политики (четыре-шесть кварталов). Страны разделены на группы по признаку направления схождения инфляции: снизу или сверху. Срок схождения рассчитан с учетом веса ВВП страны внутри соответствующей группы и веса группы в общей выборке. По горизонтальной оси указаны сроки возвращения инфляции к точечной цели, установленной банком (в случае диапазона – к его середине), по вертикальной оси – квартал, в котором был составлен прогноз. В состав развитых стран включены США, еврозона, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия. В состав СФР включены Таиланд, Перу, Польша, Чили, Румыния, Филиппины, Грузия, Венгрия, Сербия, Мексика, Колумбия, Бразилия, Парагвай, Армения, Гватемала, Индия, Россия, ЮАР, Ямайка, Молдавия, Уганда, Уругвай, Украина, Турция, Гана.

Источники: отчеты по инфляции (доклады о денежно-кредитной политике) центральных банков, Всемирный банк, расчеты Банка России.

рое повышение ключевых ставок для борьбы с инфляцией могло грозить рецессией и ростом волатильности выпуска, а слишком долгое сохранение мягкой денежно-кредитной политики привело бы к неконтролируемому росту цен, снижению доверия к денежно-кредитной политике<sup>19</sup> и, как следствие, устойчивому росту и разжариванию инфляционных ожиданий. Принятие решений осложнялось еще и крайне высокой неопределенностью в оценках как дальнейшего развития пандемии, так и ее влияния на потенциал экономики. В этой ситуации центральные банки старались сохранять гибкий подход, тщательно оценивая все поступающие данные. Поэтому во многих странах нормализация денежно-кредитной политики на первых этапах происходила медленными темпами в попытках найти «сбалансированную» траекторию возвращения инфляции к цели. Однако в начале 2022 года инфляционное давление усиливалось, а резкое нарастание геополитической напряженности усугубило возникшие в ходе пандемии шоки предложения, из-за чего инфляция начала расти еще сильнее. Это отразилось и в дальнейшем увеличении сроков схождения инфляции к цели: ожидаемый период возвращения инфляции к цели как в развитых странах, так и в СФР сейчас составляет более двух лет (9–10 кварталов), что существенно превышает стандартный горизонт влияния денежно-кредитной политики (1–1,5 года).

В сложившихся условиях скорость возвращения инфляции к целям центральных банков в мире остается неопределенной. К середине 2022 года существенно выросли риски стагфляции в масштабе всей мировой экономики<sup>20</sup>. В случае запаздывающей реакции денежно-кредитной политики, особенно в развитых странах, издержки сни-

<sup>19</sup> См., например, выступление члена Комитета по денежно-кредитной политике Банка Англии Catherine L. Mann на Market News International Connect event, 2022.

<sup>20</sup> См. World Bank. Global Economic Prospects. June 2022.

жения инфляции в будущем могут стать еще больше, что негативно отразится на доверии к центральным банкам и может привести к устойчивому росту долгосрочных инфляционных ожиданий широкого круга экономических агентов.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ С РЕЖИМОМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ  
(по состоянию на июнь 2022 года)

Табл. П-8-1

№	Страна	Дата перехода к режиму таргетирования инфляции	Тип цели	Уровень цели*	Ширина целевого интервала, п.п.	Средняя годовая инфляция с момента перехода к ИТ, %**	Среднеквадратическое отклонение инфляции от цели, п.п.***
<b>Развитые страны</b>							
<b>Европа</b>							
1	Великобритания	1992	Точка	2%		2,4	1,1
2	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,6	3,9
3	Норвегия	2001	Точка	2%		2,1	1,3
4	Чехия	1997	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,9	2,6
5	Швеция	1995	Точка	2% ± 1 п.п.		1,5	1,8
<b>Азия</b>							
6	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,4	1,3
7	Япония	2013	Точка	2%		0,7	1,7
<b>Австралия и Океания</b>							
8	Австралия	1993	Диапазон	2–3%	1 п.п.	2,5	1,4
9	Новая Зеландия	1990	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,2	1,7
<b>Северная Америка</b>							
10	Канада	1991	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,0	1,2
<b>Ближний Восток</b>							
11	Израиль	1997	Диапазон	1–3%	2 п.п.	2,0	2,1
<b>Страны с развивающимися рынками</b>							
<b>Европа</b>							
12	Албания	2009	Точка	3%		2,0	1,5
13	Венгрия	2001	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,0	2,5
14	Молдавия	2013	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 1,5 п.п.		6,5	5,5
15	Польша	1998	Точка с допустимыми границами отклонения	2,5% ± 1 п.п.		3,1	2,8
16	Россия	2014	Точка	4%		6,8	5,2
17	Румыния	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	2,5% ± 1 п.п.		4,1	2,9
18	Сербия	2009	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1,5 п.п.		4,6	3,5
19	Турция	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 2 п.п.		12,0	12,5

20	Украина	2017	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 1 п.п.		9,6	5,6
<b>Латинская Америка и страны Карибского бассейна</b>							
21	Бразилия	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	2022: 3,50% ± 1,5 п.п.		6,4	3,5
				2023: 3,25% ± 1,5 п.п.			
				2024: 3,0% ± 1,5 п.п.			
22	Гватемала	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 1 п.п.		4,9	2,4
23	Доминиканская Республика	2012	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 1 п.п.		3,7	2,5
24	Колумбия	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		5,0	1,9
25	Коста-Рика	2018	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		2,2	2,1
26	Мексика	2001	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,4	1,7
27	Парагвай	2011	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 2 п.п.		4,1	2,2
28	Перу	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1% п.п.		2,8	1,8
29	Уругвай	2007	Диапазон	2013–08.2022: 3–7%	4 п.п.	8,1	3,5
				с 09.2022: 3–6%	3 п.п.		
30	Чили	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		3,4	2,2
31	Ямайка	2018	Диапазон	4–6%	2 п.п.	5,4	2,6
<b>Азия</b>							
32	Индия	2016	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 2 п.п.		5,3	2,2
33	Индонезия	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		5,5	3,0
34	Таиланд	2000	Диапазон	1–3%	2 п.п.	1,0	1,7
35	Филиппины	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		3,7	1,9
36	Шри-Ланка	2019	Диапазон	4–6%	2 п.п.	8,3	10,6
<b>Ближний Восток и Центральная Азия</b>							
37	Армения	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	4,0% ± 1,5 п.п.		4,0	3,3
38	Грузия	2009	Точка	3%		4,5	4,6
39	Казахстан	2015	Диапазон	2021–2022: 4–6%	2 п.п.	8,3	4,1
				2023–2024: 4–5%	1 п.п.		
				с 2025: 3–4%			
40	Узбекистан	2021	Точка	2022–2023: 5%		10,8	5,8

Африка							
41	Гана	2007	Точка с допустимыми границами отклонения	8% ± 2 п.п.		12,9	5,8
42	Уганда	2011	Точка	5%		5,3	4,7
43	ЮАР	2000	Диапазон	3 – 6%	3 п.п.	5,7	2,8
44	Сейшельские острова	2019	Диапазон	0 – 4%	4 п.п.	4,0	4,3
45	Кения	2021	Точка с допустимыми границами отклонения	5,0% ± 2,5 п.п.		6,2	1,3

\* Цель по инфляции устанавливается, как правило, для общего индекса потребительских цен. Страны могут ориентироваться на его значение в текущем месяце к соответствующему месяцу предыдущего года, на конец года или на среднее значение в течение года.

\*\* Средняя годовая инфляция рассчитана по месяцам.

\*\*\* Показывает, на сколько процентных пунктов годовая инфляция в стране в среднем отклонялась от цели за весь период таргетирования инфляции. Для стран, менявших цель с момента перехода к таргетированию инфляции, учитываются цели, действовавшие в соответствующие периоды времени. За цель принимается объявленное центральным банком точечное значение или середина диапазона с точкой. Если цель по инфляции задана только в виде диапазона, в качестве цели используется рассчитанная середина установленного диапазона.

Источники: МВФ, сайты центральных банков, сайты статистических служб, расчеты Банка России.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 9. ДЕНЕЖНАЯ ПРОГРАММА

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – защита и обеспечение устойчивости рубля за счет поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста. Операционная цель – поддержание однодневных ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки. Эта стратегия не предполагает установления и достижения количественных ориентиров по иным экономическим показателям, включая денежно-кредитные. Банк России рассчитывает показатели денежной программы в дополнение к прогнозу ликвидности банковского сектора и включает в прогнозные показатели, учитываемые при разработке и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

### Графа 1 «Денежная база (узкое определение)»

Изменению денежной базы в 2022–2025 годах будет способствовать динамика объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает траекторию роста объема наличных денег соответственно росту номинального ВВП. При этом значительное сдерживающее влияние на изменение этого показателя

ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПО СЧЕТАМ ОРГАНОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ (ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНОЙ ПРОГРАММЫ)\*  
(на конец периода, трлн руб., если не указано иное)

Табл. П-9-1

	2021 (факт)	Базовый			
		2022	2023	2024	2025
<b>1. Денежная база (узкое определение)</b>	<b>14,6</b>	<b>14,8</b>	<b>15,4</b>	<b>16,0</b>	<b>16,6</b>
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	14,1	14,7	15,2	15,7	16,2
1.2. Обязательные резервы**	0,5	0,1	0,3	0,4	0,4
<b>2. Чистые международные резервы</b>	<b>45,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>
– в млрд долл. США***	605	592	592	592	592
<b>3. Чистые внутренние активы</b>	<b>-30,4</b>	<b>-29,2</b>	<b>-28,6</b>	<b>-28,0</b>	<b>-27,4</b>
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-9,8	-9,2	-7,9	-7,0	-6,6
3.2. Чистый кредит банкам	-4,0	-5,6	-6,7	-7,7	-7,7
3.2.1. Валовой кредит банкам	1,5	1,3	0,5	0,5	0,5
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	1,1	0,9	0,2	0,2	0,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-2,7	-2,4	-4,4	-4,7	-4,9
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-2,8	-4,5	-2,8	-3,5	-3,4
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-16,6	-14,5	-14,0	-13,3	-13,1

\* Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2022 года.

\*\* Обязательные резервы кредитных организаций по счетам в валюте Российской Федерации, перечисленные в Банк России (не включают средства на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, учитываемые в рамках использования механизма усреднения обязательных резервов).

\*\*\* Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, а также включая изменение задолженности банков по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте, операции Банка России по покупке монетарного золота и расчеты по сделкам «валютный своп» по продаже долларов США за рубли.

\*\*\*\* Включают требования по операциям рефинансирования в рублях, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» по покупке Банком России долларов США и евро за рубли.

\*\*\*\*\* Включают операции с использованием денежных средств государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.



на прогнозном горизонте, как и ранее, окажет постепенное расширение практики использования безналичных расчетов.

Изменение величины обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, учитывает предпосылку о повышении нормативов обязательных резервов в соответствии с ожидаемой динамикой структурного профицита ликвидности на прогнозном горизонте и рост денежной массы в национальном определении. Это приведет к увеличению остатков средств на указанных счетах в Банке России. В то же время изменение обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, также хранящихся на специальных счетах, отражено в графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы».

### **Графа 2 «Чистые международные резервы»**

Изменения по графе 2 «Чистые международные резервы» учитывают фактические операции с иностранной валютой за первое полугодие 2022 года.

### **Графа 3 «Чистые внутренние активы»**

#### *Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству»*

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает предпосылку о финансировании части бюджетных расходов с использованием средств ФНБ.

#### *Графа 3.2 «Чистый кредит банкам»*

Значение графы 3.2 «Чистый кредит банкам» в рассматриваемый период останется отрицательным.

Графа 3.2.1.1 «Требования по операциям рефинансирования» учитывает операции банков по привлечению средств на длительные сроки – в том числе с помощью специализированных инструментов рефинансирования.

Прогноз значения графы 3.2.2 «Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России», как и ранее, предполагает равномерную траекторию выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями. Прогноз учитывает предпосылку о повышении нормативов обязательных резервов согласно ожидаемой траектории изменения структурного профицита ликвидности на прогнозном горизонте, а также увеличение обязательных резервов, пропорциональное изменению денежной массы в национальном определении.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» в условиях профицита ликвидности является балансирующей в денежной программе. В результате изменений других статей денежной программы объем депозитов и размещения купонных облигаций Банка России к концу 2025 года в базовом сценарии может составить 3,4 трлн рублей.

#### *Графа 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы»*

Изменения по графе 3.3 на прогнозном периоде учитывают выплату Банком России процентов по стандартным операциям абсорбирования и рефинансирования, а также операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, валютную переоценку активов и рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах, из-за повышения нормативов обязательных резервов и роста денежной массы в национальном определении.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 10. КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2023 ГОДУ

Дата	Событие
<b>10 февраля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
20 февраля 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
17 марта 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>28 апреля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
11 мая 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
9 июня 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>21 июля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
7 августа 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
15 сентября 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>27 октября 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
7 ноября 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
15 декабря 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России

## ПРИЛОЖЕНИЕ 11. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ И БАНКОВСКАЯ СТАТИСТИКА

ДИНАМИКА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН ПО ГРУППАМ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(в % месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)

Табл. П-11-1

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина	Прирост цен на платные услуги
<b>2020</b>								
Январь	2,42	2,66	1,99	2,54	-2,58	2,53	2,70	2,84
Февраль	2,31	2,40	1,77	2,25	-2,23	2,31	2,41	3,01
Март	2,54	2,61	2,20	2,70	-1,89	2,54	2,65	2,97
Апрель	3,09	2,86	3,52	3,40	3,98	2,80	2,96	2,88
Май	3,02	2,85	3,26	3,44	1,59	2,84	3,05	2,95
Июнь	3,21	2,89	3,94	3,61	6,01	3,01	3,23	2,46
Июль	3,37	2,95	4,19	3,71	7,62	3,14	3,28	2,52
Август	3,58	3,11	4,33	3,72	9,75	3,39	3,54	2,71
Сентябрь	3,67	3,27	4,37	3,80	9,84	3,78	3,97	2,52
Октябрь	3,99	3,58	4,83	4,41	8,96	4,15	4,40	2,58
Ноябрь	4,42	3,87	5,76	5,03	12,39	4,51	4,81	2,52
Декабрь	4,91	4,21	6,69	5,44	17,40	4,79	5,10	2,70
<b>2021</b>								
Январь	5,19	4,55	7,03	5,87	16,33	5,10	5,36	2,84
Февраль	5,67	5,04	7,72	6,54	16,63	5,67	5,88	2,91
Март	5,79	5,38	7,58	6,98	11,87	5,92	6,02	3,20
Апрель	5,53	5,47	6,55	6,77	4,75	6,16	6,19	3,30
Май	6,02	6,04	7,40	7,24	8,23	6,68	6,74	3,29
Июнь	6,50	6,55	7,90	7,42	11,16	7,04	7,17	3,95
Июль	6,46	6,78	7,43	7,59	6,15	7,55	7,78	3,83
Август	6,68	7,07	7,70	7,92	6,05	7,97	8,09	3,78
Сентябрь	7,40	7,61	9,21	8,56	15,17	8,06	8,26	4,22
Октябрь	8,13	8,03	10,89	9,25	25,60	8,17	8,31	4,36
Ноябрь	8,40	8,71	10,81	9,83	19,38	8,32	8,35	5,15
Декабрь	8,39	8,89	10,62	10,24	13,98	8,58	8,54	4,98
<b>2022</b>								
Январь	8,73	9,24	11,09	10,48	15,96	8,73	8,72	5,38
Февраль	9,15	9,74	11,46	10,86	16,05	8,96	9,09	6,10
Март	16,69	18,69	17,99	15,70	34,83	20,34	22,27	9,94
Апрель	17,83	20,37	20,48	18,78	33,00	20,19	22,20	10,87
Май	17,10	19,87	20,05	19,20	26,35	19,20	21,13	10,03
Июнь	15,90	19,18	17,98	18,95	11,63	17,92	19,76	10,17
Июль	15,10	18,40	16,76	18,26	6,04	16,50	18,26	10,75

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН ПО ГРУППАМ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(в % месяц к предыдущему месяцу с исключением сезонности)

Табл. П-11-2

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина	Прирост цен на платные услуги
<b>2020</b>								
Январь	0,13	0,05	0,07	0,08	0,02	0,26	0,26	0,06
Февраль	0,18	0,10	0,12	-0,01	1,11	0,05	0,05	0,43
Март	0,50	0,38	0,78	0,71	1,28	0,45	0,50	0,19
Апрель	0,78	0,38	1,49	0,92	5,92	0,45	0,54	0,25
Май	0,28	0,26	0,22	0,45	-1,38	0,28	0,32	0,38
Июнь	0,28	0,33	0,47	0,43	0,72	0,42	0,37	-0,18
Июль	0,43	0,47	0,76	0,39	3,43	0,38	0,31	0,02
Август	0,46	0,44	0,52	0,31	2,03	0,41	0,43	0,45
Сентябрь	0,22	0,30	0,10	0,24	-1,17	0,47	0,53	0,07
Октябрь	0,42	0,45	0,34	0,59	-1,84	0,58	0,64	0,33
Ноябрь	0,60	0,53	0,90	0,67	2,99	0,52	0,58	0,33
Декабрь	0,55	0,49	0,81	0,53	3,11	0,43	0,46	0,34
<b>2021</b>								
Январь	0,38	0,38	0,33	0,49	-0,89	0,55	0,50	0,23
Февраль	0,61	0,54	0,71	0,63	1,24	0,59	0,54	0,52
Март	0,59	0,69	0,64	1,12	-2,71	0,69	0,63	0,40
Апрель	0,53	0,44	0,53	0,71	-0,72	0,67	0,70	0,33
Май	0,78	0,77	1,05	0,91	1,97	0,77	0,84	0,44
Июнь	0,78	0,80	0,99	0,61	3,71	0,76	0,78	0,47
Июль	0,42	0,72	0,37	0,56	-0,91	0,87	0,89	-0,08
Август	0,69	0,74	0,78	0,63	1,86	0,80	0,72	0,41
Сентябрь	0,89	0,81	1,49	0,82	6,95	0,56	0,69	0,48
Октябрь	1,05	0,84	1,82	1,21	6,70	0,69	0,69	0,43
Ноябрь	0,82	1,19	0,80	1,20	-2,06	0,66	0,62	1,05
Декабрь	0,53	0,68	0,61	0,89	-1,54	0,67	0,64	0,22
<b>2022</b>								
Январь	0,67	0,66	0,71	0,71	0,76	0,69	0,66	0,58
Февраль	0,98	0,98	1,00	0,97	1,20	0,78	0,88	1,20
Март	7,51	8,89	6,52	5,53	13,02	11,22	12,80	3,97
Апрель	1,50	1,85	2,63	3,40	-2,03	0,54	0,63	1,18
Май	0,17	0,33	0,67	1,25	-3,05	-0,06	-0,05	-0,28
Июнь	-0,24	0,23	-0,73	0,40	-8,09	-0,33	-0,36	0,64
Июль	-0,27	0,09	-0,70	-0,02	-5,65	-0,35	-0,38	0,48

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Табл. П-11-3

(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года, если не указано иное)

	ВВП <sup>1</sup>	ИВВЭД <sup>2</sup>	Промыш- ленное производ- ство	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузообо- рот транс- порта	Оборот розничной торговли	Оборот оптовой торговли	Реальные располагаемые денежные дохо- ды населения <sup>1</sup>	Реальная зарплатная плата	Уровень без- работицы (в % к рабочей силе, SA) <sup>3</sup>
<b>2018</b>											
Январь		4,4	2,7	2,6	15,2	1,3	3,0	4,4		11,0	5,0
Февраль		4,3	3,2	2,7	10,8	2,2	2,1	5,0		10,5	4,9
Март	2,6	2,9	2,7	2,8	-2,5	4,4	3,0	4,9	1,3	8,7	4,9
Апрель		4,8	3,2	2,6	10,2	4,9	3,2	8,3		7,6	4,8
Май		4,8	3,5	2,5	8,5	3,0	2,9	8,7		7,6	4,8
Июнь	2,7	2,4	2,1	1,3	3,9	2,0	3,4	3,2	0,7	7,2	4,8
Июль		4,0	3,5	2,1	9,3	4,1	2,8	3,5		7,5	4,8
Август		1,9	2,8	-10,3	3,5	2,4	3,0	4,7		6,8	4,7
Сентябрь	2,6	1,3	2,3	-4,2	3,9	1,7	2,3	3,8	0,8	4,9	4,6
Октябрь		4,6	5,3	12,2	5,5	1,4	2,2	1,5		5,2	4,8
Ноябрь		2,3	4,4	-5,5	3,2	2,2	3,3	-1,6		4,2	4,7
Декабрь	3,2	5,5	6,4	0,5	9,2	3,1	2,7	1,2	-0,1	2,9	4,8
<b>2019</b>											
Январь		0,3	2,7	0,9	-8,9	2,4	2,2	-8,1		1,1	4,7
Февраль		1,8	4,2	1,2	0,1	1,9	2,3	-5,8		0,0	4,7
Март	1,4	0,5	2,7	1,7	3,4	2,5	2,4	-5,7	-2,0	2,3	4,6
Апрель		2,6	5,2	1,6	2,2	2,6	2,0	-1,6		3,1	4,7
Май		-0,8	1,0	1,2	2,9	1,1	1,9	-6,1		1,6	4,6
Июнь	1,4	1,3	3,2	1,3	3,1	0,6	1,8	-1,8	0,8	2,9	4,5
Июль		2,9	4,3	6,4	3,6	-0,8	1,5	6,1		3,0	4,5
Август		2,4	3,9	3,6	2,7	-0,2	1,1	3,5		2,4	4,5
Сентябрь	2,8	4,0	5,0	5,8	5,3	0,6	0,9	6,1	2,6	3,1	4,6
Октябрь		4,0	4,4	5,4	6,7	0,3	1,9	10,1		3,8	4,6
Ноябрь		1,7	1,5	6,0	-1,4	-1,2	2,6	8,6		2,7	4,6
Декабрь	3,1	2,1	2,6	5,8	0,2	-1,3	1,8	6,7	3,0	6,9	4,5
<b>2020</b>											
Январь		1,8	1,2	2,9	2,8	-3,9	2,8	7,4		6,5	4,5
Февраль		4,7	4,6	3,1	3,5	-0,5	4,9	7,2		5,7	4,5
Март	1,5	2,3	2,2	3,0	2,4	-6,8	6,9	6,6	2,6	5,9	4,6
Апрель		-8,9	-4,7	3,1	-5,7	-6,0	-22,0	-13,2		-2,0	5,7
Май		-9,2	-8,0	3,2	-4,2	-9,2	-17,5	-10,7		1,0	6,1
Июнь	-7,4	-6,5	-7,3	3,0	-2,1	-9,5	-6,1	0,2	-6,1	0,6	6,3
Июль		-4,2	-6,1	4,2	-0,4	-7,9	-0,5	1,2		2,9	6,4
Август		-2,9	-4,5	4,2	0,3	-4,6	-0,7	-0,8		0,1	6,6
Сентябрь	-3,3	-1,8	-4,0	2,3	3,1	-3,4	-1,2	1,3	-3,9	2,2	6,5
Октябрь		-4,5	-5,7	-4,5	0,7	-3,6	-0,4	-2,5		0,5	6,2
Ноябрь		-1,2	-1,5	-1,7	0,6	-1,7	-2,4	-0,1		0,2	6,1
Декабрь	-1,3	2,4	2,1	0,5	0,9	-1,3	-2,2	5,2	-0,5	4,6	5,8
<b>2021</b>											
Январь		-1,2	-1,9	0,7	0,1	-2,1	1,1	2,4		0,1	5,6
Февраль		-1,7	-3,2	0,6	0,0	-0,5	-0,7	3,8		2,0	5,5
Март	-0,3	3,5	2,3	0,1	0,4	4,1	-2,5	8,1	-4,0	1,8	5,3
Апрель		13,8	7,6	-0,1	6,9	6,4	36,3	28,3		7,8	5,2
Май		14,6	12,3	0,1	7,7	10,9	28,0	20,1		3,3	5,0
Июнь	10,5	12,0	10,4	0,1	15,7	12,8	11,5	12,0	7,0	4,9	4,8
Июль							5,7			2,2	4,6
Август							5,8			1,5	4,6
Сентябрь	4,0						6,2		8,9	2,0	4,4
Октябрь							4,6			0,6	4,3
Ноябрь							3,6			3,4	4,2
Декабрь	5,0						5,6		0,0	3,6	4,2
<b>2022</b>											
Январь							3,1			1,9	4,3
Февраль							5,5			2,6	4,0
Март	3,5						2,0		-1,2	3,6	4,0
Апрель							-9,8			-7,2	4,0
Май							-10,1				4,0

<sup>1</sup> Квартальные данные.<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.<sup>3</sup> Оценка Банка России.

Источник: Росстат.

РУБЛЕВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ОСНОВНЫМ ДЕПОЗИТНЫМ И КРЕДИТНЫМ ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ  
И ДОХОДНОСТИ ОСНОВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ  
(% годовых)

Табл. П-11-4

	Кредиты нефинансовым организациям		Кредиты физическим лицам		Вклады (депозиты) физических лиц		Доходность государственных облигаций		
	По всем срокам до 1 года	По всем срокам свыше 1 года	По всем срокам до 1 года	По всем срокам свыше 1 года	По всем срокам до 1 года <sup>1</sup>	По всем срокам свыше 1 года	1-летние	5-летние	10-летние
<b>2018</b>									
Январь	9,14	8,61	18,99	13,52	5,72	6,66	6,66	7,03	7,51
Февраль	8,81	9,23	18,29	13,42	5,57	6,37	6,49	6,79	7,20
Март	8,77	9,22	17,41	13,39	5,59	6,21	6,19	6,67	7,18
Апрель	8,66	8,51	16,14	13,25	5,39	5,84	6,55	6,96	7,38
Май	8,75	8,61	17,79	13,20	5,46	5,98	6,57	7,04	7,49
Июнь	8,82	8,45	17,72	13,00	5,20	5,69	6,80	7,35	7,71
Июль	8,75	8,61	17,12	12,94	5,13	5,73	6,90	7,47	7,80
Август	8,72	9,05	17,74	12,87	5,04	5,70	7,40	8,23	8,48
Сентябрь	9,00	9,24	17,50	12,50	5,21	6,02	7,56	8,60	8,91
Октябрь	8,84	9,16	17,99	12,50	5,66	6,56	7,55	8,50	8,75
Ноябрь	8,94	9,45	17,82	12,38	5,98	6,75	7,71	8,59	8,86
Декабрь	9,20	9,17	17,87	12,50	5,64	6,83	7,78	8,56	8,82
<b>2019</b>									
Январь	9,25	9,56	15,95	13,10	6,10	6,91	7,59	8,21	8,47
Февраль	9,29	9,74	15,54	13,08	6,24	7,02	7,69	8,07	8,36
Март	9,32	9,85	14,91	13,29	6,12	7,07	7,40	8,06	8,38
Апрель	9,25	9,63	15,06	13,37	5,82	6,92	7,61	7,99	8,33
Май	9,22	9,66	15,41	13,63	5,73	6,85	7,31	7,84	8,16
Июнь	9,11	9,35	15,25	13,35	5,79	6,75	7,21	7,46	7,67
Июль	8,82	9,51	14,93	13,34	5,41	6,69	6,95	7,21	7,42
Август	8,61	8,97	14,60	13,05	5,27	6,49	6,82	7,10	7,37
Сентябрь	8,29	9,01	14,23	12,83	5,11	6,28	6,62	6,80	7,15
Октябрь	8,17	9,30	13,74	12,67	4,99	6,16	6,25	6,46	6,79
Ноябрь	7,88	9,03	15,13	12,39	4,58	5,84	5,81	6,20	6,56
Декабрь	7,83	8,26	14,83	12,05	4,74	5,56	5,58	6,16	6,53
<b>2020</b>									
Январь	7,47	8,43	15,00	12,38	4,56	5,48	5,39	5,95	6,33
Февраль	7,47	8,03	14,60	12,09	4,32	5,18	5,31	5,81	6,21
Март	7,84	8,20	14,19	11,84	4,32	4,89	6,21	6,94	7,30
Апрель	7,71	9,01	14,81	11,77	4,83	5,00	5,54	6,19	6,56
Май	7,28	8,26	14,39	11,59	4,11	4,90	4,79	5,20	5,83
Июнь	6,89	7,13	13,95	11,39	4,00	4,74	4,30	5,13	5,79
Июль	6,27	7,42	13,63	10,85	3,51	4,31	4,21	5,17	5,99
Август	6,02	6,97	13,47	10,72	3,24	4,07	4,22	5,32	6,19
Сентябрь	6,15	6,81	13,72	10,36	3,32	4,10	4,23	5,53	6,39
Октябрь	6,02	7,04	13,82	10,07	3,30	4,13	4,31	5,42	6,26
Ноябрь	5,94	6,58	13,77	10,29	3,25	4,15	4,35	5,33	6,17
Декабрь	6,25	6,78	13,41	10,05	3,42	4,17	4,35	5,39	6,19
<b>2021</b>									
Январь	6,10	6,98	13,51	10,63	3,42	4,18	4,29	5,63	6,44
Февраль	6,01	7,23	13,55	10,21	3,21	4,26	4,56	6,00	6,79
Март	6,03	6,98	13,08	10,17	3,25	4,20	5,00	6,58	7,10
Апрель	6,11	7,08	13,65	10,10	3,36	4,49	5,27	6,80	7,27
Май	6,49	7,21	13,73	10,45	3,33	4,48	5,59	6,69	7,23
Июнь	6,65	7,64	13,42	10,18	3,43	4,76	6,15	6,93	7,24
Июль	7,21	7,69	13,82	10,75	3,64	5,14	6,50	6,99	7,15
Август	7,98	8,37	14,19	10,79	3,87	5,80	6,61	6,86	7,07
Сентябрь	7,99	8,36	14,34	10,66	4,14	5,93	6,92	7,04	7,22
Октябрь	8,14	8,69	14,71	10,76	4,34	6,07	7,48	7,65	7,71
Ноябрь	8,45	8,52	15,18	10,83	4,60	6,50	8,40	8,50	8,28
Декабрь	9,01	8,85	15,04	10,73	5,05	7,44	8,36	8,60	8,47
<b>2022</b>									
Январь	9,84	9,77	15,33	11,50	5,08	7,67	9,21	9,24	9,11
Февраль	11,46	10,53	15,48	11,39	6,37	8,13	10,60	10,37	10,03
Март	18,70	13,15	24,32	11,41	18,79	9,63	15,72	13,23	12,85
Апрель	15,20	12,90	25,79	15,20	14,03	9,31	11,84	10,75	10,67
Май	13,60	11,97	24,65	15,14	8,06	8,20	10,45	10,12	10,12

<sup>1</sup> Кроме «до востребования».  
Источник: Банк России.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ<sup>1</sup>

Табл. П-11-5

(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года<sup>2</sup>)

	Денежная масса (М2)	Широкая денежная масса	Депозиты небанковского сектора <sup>3</sup> в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора <sup>3</sup> в иностранной валюте <sup>4</sup>		Чистые иностранные активы банковской системы <sup>4</sup>	Требования банковской системы к экономике	Требования банковской системы к населению	Требования банковской системы к организациям
			Физические лица	Организации	Физические лица	Организации				
<b>2018</b>										
01.01.2018	10,5	8,6	12,6	7,9	-2,2	9,2	13,8	9,1	12,1	8,3
01.02.2018	9,4	7,4	11,3	7,4	-1,3	5,1	13,4	8,6	13,9	7,1
01.03.2018	9,3	6,6	11,8	5,6	-2,0	0,0	11,9	8,8	14,7	7,1
01.04.2018	9,9	7,6	12,6	5,3	-2,7	4,1	12,7	9,1	15,8	7,1
01.05.2018	11,5	8,5	14,0	7,5	-7,6	5,4	11,7	9,2	16,3	7,1
01.06.2018	10,3	7,7	13,2	4,7	-8,1	6,4	8,1	9,1	17,6	6,7
01.07.2018	11,4	8,3	12,8	8,4	-8,0	5,5	7,9	9,1	18,4	6,3
01.08.2018	11,8	8,1	13,3	8,8	-6,4	1,2	6,9	9,5	19,3	6,6
01.09.2018	12,6	8,2	13,0	11,3	-7,4	-1,6	7,1	9,0	19,9	5,9
01.10.2018	11,8	8,2	12,0	10,8	-7,4	2,3	8,1	9,0	20,8	5,5
01.11.2018	11,5	7,9	12,7	9,1	-7,1	2,6	9,0	9,0	21,4	5,3
01.12.2018	11,9	7,9	11,3	13,3	-5,7	-0,7	10,5	8,0	22,1	3,8
<b>2019</b>										
01.01.2019	11,0	7,9	10,9	11,5	-4,7	1,9	11,2	8,7	21,8	4,8
01.02.2019	9,9	6,5	10,1	9,6	-3,0	-2,3	9,0	10,7	23,9	6,6
01.03.2019	9,9	7,9	9,7	11,0	-0,6	6,2	11,2	10,7	24,1	6,6
01.04.2019	8,9	7,0	9,0	10,4	2,3	3,8	11,1	10,7	23,5	6,8
01.05.2019	7,7	6,6	9,6	6,7	6,7	4,7	11,4	10,5	23,9	6,3
01.06.2019	8,0	6,7	9,4	8,7	8,8	2,3	15,1	10,5	23,6	6,4
01.07.2019	7,3	6,4	8,9	7,7	10,4	2,5	20,1	10,8	23,1	6,9
01.08.2019	7,8	7,0	8,4	10,8	10,2	3,4	17,5	10,0	22,2	6,1
01.09.2019	7,2	7,3	9,4	7,0	10,6	8,3	18,6	10,0	21,7	6,2
01.10.2019	9,1	8,0	10,4	11,1	12,3	1,2	18,7	10,2	21,1	6,6
01.11.2019	8,7	7,9	9,6	10,9	12,6	2,1	20,6	9,4	20,1	5,9
01.12.2019	9,6	8,3	10,7	11,0	10,5	1,0	17,8	10,2	19,0	7,3
<b>2020</b>										
01.01.2020	9,7	7,6	10,4	12,4	10,6	-4,3	15,4	10,1	19,0	7,1
01.02.2020	10,7	8,0	11,0	13,6	6,9	-5,2	14,2	7,5	16,4	4,4
01.03.2020	11,0	7,9	10,8	13,9	3,0	-5,4	11,9	7,9	16,6	4,9
01.04.2020	13,4	9,1	10,2	18,0	-4,0	-4,8	10,8	9,1	16,8	6,3
01.05.2020	14,0	9,6	8,9	18,9	-5,7	-3,9	11,9	8,6	14,0	6,7
01.06.2020	13,6	9,3	8,6	15,5	-5,3	-3,3	10,2	8,2	12,6	6,7
01.07.2020	14,9	10,4	9,6	16,9	-6,3	-3,5	4,4	8,8	12,0	7,6
01.08.2020	15,5	11,1	10,1	16,4	-6,7	-1,2	10,3	9,0	12,4	7,7
01.09.2020	16,2	11,7	9,1	20,6	-6,4	-0,3	9,3	9,3	12,6	8,1
01.10.2020	16,1	11,8	8,9	19,9	-8,5	1,9	6,2	9,3	12,9	8,0
01.11.2020	16,2	11,8	7,6	21,5	-8,6	1,2	4,2	9,8	14,0	8,2
01.12.2020	14,1	11,6	6,2	17,2	-6,5	9,7	5,8	10,2	13,3	9,0
<b>2021</b>										
01.01.2021	13,5	12,6	7,0	14,1	-4,6	19,3	6,7	10,9	12,9	10,2
01.02.2021	13,8	12,7	5,7	16,0	-4,6	18,1	4,6	11,5	13,0	10,9
01.03.2021	13,4	12,6	4,7	17,0	-2,7	19,1	2,9	11,7	13,2	11,1
01.04.2021	11,3	11,0	4,8	14,1	1,5	16,6	1,3	10,2	13,5	8,9
01.05.2021	11,8	11,7	6,7	15,6	3,5	16,8	2,6	11,6	16,4	9,9
01.06.2021	11,5	11,6	5,2	19,7	3,1	17,6	4,1	13,2	18,6	11,2
01.07.2021	9,5	9,9	3,3	18,1	3,7	17,0	1,7	13,1	20,4	10,3
01.08.2021	8,6	9,1	3,3	16,1	3,3	16,6	0,4	13,5	20,7	10,8
01.09.2021	8,2	9,5	3,7	14,6	4,0	22,2	0,9	13,7	20,7	11,0
01.10.2021	8,2	10,2	4,2	13,7	7,2	25,5	2,1	14,3	20,7	11,9
01.11.2021	8,8	10,7	5,8	14,4	8,9	24,4	4,1	14,7	20,5	12,5
01.12.2021	11,0	11,0	6,7	20,0	4,3	15,6	2,8	14,3	20,7	11,9
<b>2022</b>										
01.01.2022	13,0	11,1	7,5	25,7	1,0	7,2	1,9	13,9	22,0	10,7
01.02.2022	13,4	11,6	8,4	25,8	-1,0	9,9	1,8	14,2	22,1	11,1
01.03.2022	14,6	10,8	5,7	28,9	-10,6	3,6	5,2	16,1	22,5	13,6
01.04.2022	17,1	11,0	8,1	33,7	-20,1	-2,2	7,4	15,7	20,2	14,0
01.05.2022	15,7	10,7	9,5	31,3	-20,8	2,5	3,5	14,1	17,0	12,9
01.06.2022	16,6	11,8	12,4	30,3	-18,5	3,1	3,5	12,4	14,4	11,6

<sup>1</sup> Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» (<http://www.cbr.ru/s/252d>) и раздел «Статистика» (<http://www.cbr.ru/s/252e>) сайта Банка России).

<sup>2</sup> С исключением валютной переоценки.

<sup>3</sup> Физические лица – резиденты, нефинансовые и финансовые (кроме банковских) организации – резиденты.

<sup>4</sup> Рассчитано по данным в долларом эквиваленте.

Источник: Банк России.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ<sup>1</sup>

Табл. П-11-6

(млрд руб., если не указано иное)

	Денежная масса (M2)	Широкая денежная масса	Депозиты небанковского сектора <sup>2</sup> в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора <sup>2</sup> в иностранной валюте, млрд долл. США		Чистые иностранные активы банковской системы, млрд долл. США	Требования банковской системы к экономике	Требования банковской системы к населению	Требования банковской системы к организациям
			Физические лица	Организации	Физические лица	Организации				
<b>2018</b>										
01.01.2018	42 442	54 667	20 643	13 353	89,0	116,5	513,6	56 984	13 169	43 815
01.02.2018	41 597	54 171	20 252	13 182	90,0	126,3	539,4	56 907	13 330	43 578
01.03.2018	42 045	54 047	20 636	13 109	89,5	118,8	539,2	57 042	13 440	43 603
01.04.2018	42 377	54 727	20 857	13 077	88,3	120,1	546,7	57 803	13 708	44 095
01.05.2018	43 122	56 221	21 279	13 131	85,3	119,5	546,9	59 125	13 921	45 204
01.06.2018	43 257	56 646	21 288	13 198	84,0	123,5	540,5	59 403	14 173	45 230
01.07.2018	44 127	57 208	21 651	13 530	84,1	118,5	544,3	59 631	14 432	45 200
01.08.2018	43 910	56 823	21 751	13 106	84,8	115,9	541,3	60 303	14 693	45 609
01.09.2018	44 369	57 978	21 745	13 474	83,7	112,2	541,0	61 460	15 029	46 431
01.10.2018	44 255	57 613	21 642	13 474	83,2	116,8	547,7	61 582	15 314	46 268
01.11.2018	44 218	57 520	21 850	13 320	82,7	116,5	546,7	62 439	15 562	46 877
01.12.2018	44 892	58 430	21 835	14 076	83,7	116,9	559,0	62 628	15 905	46 723
<b>2019</b>										
01.01.2019	47 109	61 402	22 886	14 884	84,8	118,7	571,4	63 551	16 065	47 485
01.02.2019	45 721	59 779	22 290	14 441	87,3	123,4	588,0	64 307	16 537	47 770
01.03.2019	46 213	60 469	22 638	14 544	89,0	126,2	599,7	64 500	16 699	47 801
01.04.2019	46 141	60 147	22 726	14 435	90,4	124,7	607,5	65 022	16 943	48 078
01.05.2019	46 436	60 481	23 311	14 011	91,0	125,1	609,4	65 662	17 259	48 403
01.06.2019	46 735	60 959	23 284	14 341	91,4	126,3	622,4	65 967	17 523	48 444
01.07.2019	47 349	60 927	23 585	14 572	92,9	121,5	653,8	66 121	17 769	48 352
01.08.2019	47 351	60 924	23 573	14 523	93,4	119,9	636,1	66 424	17 962	48 463
01.09.2019	47 584	61 867	23 799	14 418	92,6	121,4	641,7	67 414	18 285	49 130
01.10.2019	48 267	61 955	23 889	14 966	93,4	118,3	650,1	67 689	18 538	49 151
01.11.2019	48 082	61 679	23 951	14 777	93,2	118,9	659,3	68 085	18 689	49 396
01.12.2019	49 195	62 732	24 182	15 619	92,4	118,1	658,3	68 724	18 923	49 801
<b>2020</b>										
01.01.2020	51 660	64 536	25 268	16 734	93,8	113,6	659,2	69 012	19 100	49 912
01.02.2020	50 623	63 918	24 734	16 400	93,4	117,0	671,2	68 764	19 247	49 517
01.03.2020	51 314	65 484	25 085	16 559	91,6	119,4	670,9	69 761	19 471	50 291
01.04.2020	52 327	68 323	25 047	17 039	86,8	118,6	673,1	72 522	19 811	52 711
01.05.2020	52 952	68 158	25 382	16 658	85,8	120,2	681,9	72 431	19 691	52 740
01.06.2020	53 068	67 856	25 292	16 566	86,5	122,1	685,7	72 095	19 740	52 356
01.07.2020	54 393	68 710	25 839	17 038	87,0	117,3	682,4	72 770	19 910	52 860
01.08.2020	54 687	69 795	25 960	16 910	87,1	118,5	701,4	73 624	20 217	53 407
01.09.2020	55 294	70 823	25 959	17 384	86,7	121,0	701,6	74 687	20 603	54 084
01.10.2020	56 024	72 458	26 012	17 939	85,5	120,5	690,2	75 864	20 957	54 907
01.11.2020	55 872	72 193	25 765	17 949	85,1	120,4	686,7	76 643	21 344	55 300
01.12.2020	56 123	72 528	25 688	18 300	86,5	129,5	696,2	77 169	21 465	55 704
<b>2021</b>										
01.01.2021	58 652	75 285	27 034	19 094	89,5	135,4	703,4	78 058	21 589	56 469
01.02.2021	57 598	74 938	26 152	19 017	89,1	138,1	702,4	78 294	21 775	56 519
01.03.2021	58 178	75 407	26 269	19 371	89,1	142,2	690,3	78 818	22 053	56 765
01.04.2021	58 262	75 406	26 248	19 444	88,1	138,3	681,9	79 641	22 488	57 153
01.05.2021	59 206	76 266	27 084	19 263	88,8	140,4	699,9	80 953	22 929	58 024
01.06.2021	59 194	76 333	26 612	19 829	89,1	143,7	713,9	81 972	23 413	58 559
01.07.2021	59 584	76 053	26 682	20 115	90,2	137,2	694,1	82 561	23 969	58 592
01.08.2021	59 380	76 079	26 811	19 630	90,0	138,2	704,5	83 533	24 399	59 134
01.09.2021	59 817	77 339	26 923	19 925	90,2	147,9	708,0	84 771	24 867	59 904
01.10.2021	60 606	78 285	27 116	20 403	91,6	151,3	704,8	85 897	25 292	60 605
01.11.2021	60 814	77 916	27 252	20 541	92,7	149,8	714,8	86 853	25 702	61 151
01.12.2021	62 313	80 311	27 406	21 952	90,2	149,8	715,5	88 121	25 913	62 208
<b>2022</b>										
01.01.2022	66 253	83 761	29 051	24 002	90,4	145,2	716,9	88 937	26 347	62 591
01.02.2022	65 310	83 995	28 355	23 928	88,3	151,8	715,3	89 584	26 587	62 997
01.03.2022	66 660	85 635	27 777	24 969	79,7	147,4	726,2	92 659	27 021	65 638
01.04.2022	68 204	85 495	28 368	26 001	70,4	135,2	732,3	93 262	27 048	66 214
01.05.2022	68 475	83 695	29 667	25 290	70,3	143,9	724,7	91 901	26 815	65 086
01.06.2022	68 993	82 927	29 923	25 837	72,7	148,1	738,8	90 736	26 767	63 969

<sup>1</sup> Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» (<http://www.cbr.ru/s/252d>) и раздел «Статистика» (<http://www.cbr.ru/s/252e>) сайта Банка России).

<sup>2</sup> Физические лица – резиденты, нефинансовые и финансовые (кроме банковских) организации – резиденты.  
Источник: Банк России.

## ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

Табл. П-11-7

	Счет текущих операций	Товары и услуги	Экспорт	Импорт	Баланс первичных и вторичных доходов	Счет текущих операций	Экспорт товаров и услуг	Импорт товаров и услуг
	Млрд долл. США					% к ВВП		
<b>2017</b>								
I квартал	21,1	29,2	94,8	65,6	-8,1			
II квартал	1,5	17,4	98,5	81,1	-15,8			
III квартал	-3,4	10,7	99,7	89,0	-14,0			
IV квартал	12,9	26,0	117,5	91,5	-13,1			
Год	32,2	83,2	410,5	327,2	-51,1	2,0	26,1	20,8
<b>2018</b>								
I квартал	30,2	37,4	115,5	78,1	-7,2			
II квартал	18,4	37,7	125,5	87,8	-19,3			
III квартал	28,1	39,1	128,0	88,9	-11,0			
IV квартал	39,0	50,7	139,6	88,8	-11,8			
Год	115,7	165,0	508,6	343,6	-49,3	7,0	30,6	20,7
<b>2019</b>								
I квартал	33,7	41,1	116,3	75,2	-7,5			
II квартал	10,5	31,0	117,2	86,2	-20,5			
III квартал	10,7	26,4	119,8	93,4	-15,7			
IV квартал	10,8	30,8	128,4	97,5	-20,0			
Год	65,7	129,4	481,7	352,3	-63,7	3,9	28,4	20,8
<b>2020</b>								
I квартал	23,9	27,5	103,2	75,6	-3,7			
II квартал	1,3	14,6	80,7	66,1	-13,3			
III квартал	3,8	15,1	89,7	74,6	-11,3			
IV квартал	6,5	19,5	107,9	88,4	-13,0			
Год	35,4	76,7	381,5	304,8	-41,3	2,4	25,6	20,4
<b>2021</b>								
I квартал	22,4	25,7	104,8	79,1	-3,3			
II квартал	17,3	34,8	127,9	93,2	-17,5			
III квартал	35,5	47,4	146,2	98,9	-11,9			
IV квартал	47,0	62,2	171,0	108,8	-15,2			
Год	122,3	170,1	550,0	379,9	-47,8	6,9	30,9	21,4
<b>2022</b>								
I квартал	68,4	77,7	166,4	88,7	-9,3			
II квартал <sup>1</sup>	77,0	89,5	161,7	72,2	-12,5			

<sup>1</sup> Значения за II квартал уточнены с учетом поступивших отчетных данных по состоянию на 9 августа 2022 года.  
Источники: Банк России, Росстат.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: ФИНАНСОВЫЙ СЧЕТ<sup>1</sup>

Табл. П-11-8

	Финансовый счет, включая резервные активы	Чистое принятие обязательств	Чистое приобретение фи- нансовых активов, вклю- чая резервные активы	Чистые ошибки и пропуски	Сальдо финансового счета
	Млрд долл. США				% к ВВП
<b>2017</b>					
I квартал	22,1	-1,5	20,6	0,9	
II квартал	5,5	6,1	11,5	4,1	
III квартал	-4,2	6,4	2,2	-0,8	
IV квартал	11,2	-8,0	3,2	-1,7	
Год	34,6	2,9	37,5	2,6	2,2
<b>2018</b>					
I квартал	32,0	4,7	36,7	2,1	
II квартал	21,1	-15,5	5,7	2,9	
III квартал	29,9	-15,8	14,1	1,8	
IV квартал	33,6	-9,9	23,7	-4,7	
Год	116,7	-36,5	80,2	2,1	7,0
<b>2019</b>					
I квартал	31,1	11,9	43,0	-2,6	
II квартал	11,5	13,8	25,3	1,1	
III квартал	9,0	-0,7	8,2	-1,7	
IV квартал	11,8	3,8	15,6	1,2	
Год	63,4	28,7	92,1	-2,0	3,7
<b>2020</b>					
I квартал	24,3	-13,8	10,5	0,5	
II квартал	1,5	-2,9	-1,3	0,3	
III квартал	6,3	-13,3	-7,1	2,5	
IV квартал	7,0	-9,5	-2,5	0,5	
Год	39,1	-39,5	-0,4	3,8	2,6
<b>2021</b>					
I квартал	22,7	-0,3	22,3	0,0	
II квартал	18,3	2,8	21,1	1,0	
III квартал	33,6	32,1	65,7	-1,9	
IV квартал	47,8	2,8	50,6	0,8	
Год	122,4	37,4	159,8	0,0	6,9
<b>2022</b>					
I квартал	64,5	-25,7	38,9	-3,8	
II квартал <sup>2</sup>	76,4	-59,4	17,1	-0,5	

<sup>1</sup> В знаках РПБб.<sup>2</sup> Значения за II квартал уточнены с учетом поступивших отчетных данных по состоянию на 9 августа 2022 года.

Источники: Банк России, Росстат.

КЛЮЧЕВЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ СТРАН «ГРУППЫ 20»  
(ВВП, ИНФЛЯЦИЯ, ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ, ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА)

Табл. П-11-9

Страны	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварталу предыдущего года	Инфляция, в % к соответствующему месяцу предыдущего года	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых	Профицит/дефицит бюджета в 2022 году, % ВВП
Аргентина	6,0	64,0	52,00	-3,8
Австралия	3,3	5,1	1,35	-5,1
Бразилия	1,7	11,9	13,25	-7,6
Великобритания	8,7	9,4	1,25	-4,3
Германия	3,8	7,6	0,00	-3,3
Индия	4,1	7,0	4,90	-9,9
Индонезия	5,0	4,4	3,50	-4,0
Италия	6,2	8,0	0,00	-5,9
Канада	2,9	8,1	2,50	-2,2
Китай	0,4	2,5	3,70	-7,7
Мексика	1,8	8,0	7,75	-3,2
Россия	3,5	15,9	8,00	-4,0
Саудовская Аравия	9,9	2,3	2,25	5,5
США	3,5	9,1	1,75	-4,8
Турция	7,3	78,6	14,00	-6,9
Франция	4,5	5,8	0,00	-5,6
Южная Корея	2,9	6,0	2,25	-1,6
ЮАР	3,0	7,4	5,50	-5,8
Япония	0,2	2,4	-0,10	-7,8
Евროзона	5,4	8,6	0,00	-4,3

Примечание. ВВП – для Китая, Южной Кореи данные приведены за II квартал 2022 года, для остальных стран – за I квартал 2022 года. Инфляция – данные приведены за июнь – июль 2022 года. Ключевая ставка: для Германии, Италии, Франции приведена депозитная ставка ЕЦБ (0,00%), для Японии – депозитная ставка (-0,10%). Профицит, дефицит бюджета в 2020 году – оценка МВФ (World Economic Outlook, April 2022).  
Источники: Trading economics, IMF.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 12. СТАТИСТИКА ПРИМЕНЕНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

### НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ (%)

Табл. П-12-1

Вид обязательств	Даты действия						
	01.12.2017 – 31.07.2018	01.08.2018 – 31.03.2019	01.04.2019 – 30.06.2019	С 01.07.2019 <sup>1</sup>	С 03.03.2022 <sup>2</sup>	С 01.04.2022 <sup>3</sup>	С 01.05.2022 <sup>4</sup>
<b>Банки с универсальной лицензией</b>							
Перед физическими лицами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	2,00	2,00	2,00
По иным обязательствам в рублях							
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	6,00	7,00	7,00	8,00	2,00	2,00	4,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте							
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00			
По иным обязательствам в иностранной валюте							
<b>Небанковские кредитные организации</b>							
Перед физическими лицами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	2,00	2,00	2,00
По иным обязательствам в рублях							
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	6,00	7,00	7,00	8,00	2,00	2,00	2,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте							
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00			
По иным обязательствам в иностранной валюте							
<b>Банки с базовой лицензией</b>							
Перед физическими лицами в рублях	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
По иным обязательствам в рублях							
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	2,00	2,00	4,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте							
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00			
По иным обязательствам в иностранной валюте							

<sup>1</sup> Указание Банка России от 31 мая 2019 г. № 5158-У. См. пресс-релиз от 31 мая 2019 г. на сайте Банка России.

<sup>2</sup> Указание Банка России от 3 марта 2022 г. № 6082-У. См. пресс-релиз от 2 марта 2022 г. на сайте Банка России.

<sup>3</sup> Указание Банка России от 23 марта 2022 г. № 6099-У. См. пресс-релиз от 21 марта 2022 г. на сайте Банка России.

<sup>4</sup> Указание Банка России от 29 апреля 2022 г. № 6135-У. См. пресс-релиз от 29 апреля 2022 г. на сайте Банка России.

Источник: Банк России.

### КОЭФФИЦИЕНТ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. П-12-2

Вид кредитных организаций	Даты действия			
	С 01.07.2019 <sup>1</sup>	С 03.03.2022 <sup>2</sup>	С 01.04.2022 <sup>3</sup>	С 01.05.2022 <sup>4</sup>
Банки с универсальной лицензией, банки с базовой лицензией	0,8	0,9	0,9	0,9
Небанковские кредитные организации	1,0	1,0	1,0	1,0

<sup>1</sup> Указание Банка России от 31.05.2019 № 5158-У «Об обязательных резервных требованиях».

<sup>2</sup> Указание Банка России от 03.03.2022 № 6082-У «Об обязательных резервных требованиях».

<sup>3</sup> Указание Банка России от 23.03.2022 № 6099-У «Об обязательных резервных требованиях». С 01.08.2004 по 31.03.2022 кредитные организации, отвечающие определенным критериям, имеют право рассчитывать усредняемую величину обязательных резервов с применением коэффициента усреднения не выше коэффициентов усреднения, установленных Банком России. С 01.04.2022 в обязательном порядке применяются единые коэффициенты усреднения.

<sup>4</sup> Указание Банка России от 29.04.2022 № 6135-У «Об обязательных резервных требованиях».

Источник: Банк России.



ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ИНСТРУМЕНТАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ<sup>1</sup> Табл. П-12-3  
(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Ставки в спредах к ключевой ставке, п.п.	С	С	С	С	С	С	С													
						20.12.2021	14.02.2022	28.02.2022	01.03.2022	25.03.2022	11.04.2022	04.05.2022	27.05.2022	14.06.2022	25.07.2022										
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; операции репо; сделки «валютный своп» <sup>2</sup>	1 день	Ежедневно	+1,00	9,50	10,50	21,00	21,00	21,00	18,00	15,00	12,00	10,50	9,00										
			От 2 до 90 дней <sup>3</sup>			-	-	21,00	21,00	18,00	15,00	12,00	10,50	9,00											
			От 2 до 90 дней <sup>3</sup>			10,25	11,25	21,00	21,00	18,00	15,00	12,00	10,50	9,00											
				От 91 до 549 дней <sup>3</sup>		+1,75	10,25	11,25	21,75	21,75	18,75	15,75	12,75	11,25	9,75										
				3 месяца <sup>3</sup>		+0,25	8,75	9,75	20,25	20,25	17,25	14,25	11,25	9,75	8,25										
				1 год <sup>3</sup>		+0,10	8,60	9,60	20,10	20,10	17,10	14,10	11,10	9,60	8,10										
				1 месяц																					
				1 неделя																					
				От 1 до 6 дней																					
				От 1 до 2 дней																					
			От 1 до 6 дней		0,00	8,50	9,50	20,00	20,00	17,00	14,00	11,00	9,50	8,00											
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	1 неделя	Еженедельно <sup>6</sup>		8,50 (ключевая ставка)	9,50 (ключевая ставка)	20,00 (ключевая ставка)	20,00 (ключевая ставка)	20,00 (ключевая ставка)	17,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	9,50 (ключевая ставка)	8,00 (ключевая ставка)										
			1 день		-1,00	7,50	8,50	19,00	19,00	16,00	13,00	10,00	8,50	7,00											

<sup>1</sup> Ставки установлены Советом директоров Банка России.

<sup>2</sup> Указана процентная ставка по рублевой части, процентная ставка по долларам США приравнена к ставке SOFR, процентная ставка по евро приравнена к ставке €STR; операции приостановлены в связи с изменением внешних экономических условий.

<sup>3</sup> Кредиты и операции репо по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

<sup>4</sup> С 01.03.2022, ранее — +1,75.

<sup>5</sup> Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года, аукционы репо введены в мае 2020 года.

<sup>6</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводятся либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>7</sup> Операции «тонкой настройки».

Справочно: значение ставки рефинансирования с 1 января 2016 года приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

Табл. П-12-4

## ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

(млрд руб.)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности									
					На 01.01.2021	На 01.04.2021	На 01.07.2021	На 01.10.2021	На 01.01.2022	На 01.04.2022	На 01.07.2022	На 01.10.2022		
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт			5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Операции репо	1 день		0,1	0,4	0,4	10,6	2,6	91,6	9,9			
	Операции на открытом рынке	Сделки «валютный своп» <sup>1</sup>			118,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	-
		Ломбардные кредиты	От 1 до 90 дней		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	38,7	47,3			
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней		5,1	246,1	5,4	35,2	790,1	55,5	52,1			
Абсорбирующие ликвидности	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Аукционы репо	1 год		36,7	52,6	47,9	47,9	15,6	75,1	70,0			
	Операции по размещению купонных ОБР	Аукционы репо	1 месяц		810,2	50,2	100,4	60,3	100,8	11,1	100,7			
		Депозитные операции	Аукционы репо	1 неделя		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 212,2	0,0		
			Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней		843,9	1 650,0	1 190,7	780,0	1 625,9	0,0	1 838,4		
Операции по размещению купонных ОБР	Аукционы по размещению купонных ОБР	До 3 месяцев		574,9	645,1	626,4	603,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
	Депозитные операции	1 день		376,7	122,1	123,5	243,1	1 177,9	3 107,8	1 341,1				

<sup>1</sup> Приостановлены с февраля 2022 года в связи с изменением внешних экономических условий.<sup>2</sup> Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года.<sup>3</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>4</sup> Аукционы «тонкой настройки».<sup>5</sup> Как правило, размещение ОБР нового выпуска происходит раз в месяц, последующее его размещение – раз в неделю. В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, указывается объем ОБР в обращении по номинальной стоимости с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день. С 19.10.2021 аукционы по размещению ОБР не проводятся.

Источник: Банк России.

## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

### **Базовые нефтегазовые доходы**

Объем нефтегазовых доходов, сформированный при равновесном уровне цен на нефть марки Urals и используемый для расчета предельного объема расходов в рамках бюджетного правила.

### **Базовое сальдо (базовый дефицит)**

Индикатор исполнения федерального бюджета в рамках конструкции бюджетного правила, рассчитываемый как разница между суммой базовых нефтегазовых и ненепфтегазовых доходов и расходами федерального бюджета.

### **Валютизация банковских депозитов (кредитов)**

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

### **Денежная база**

Сумма отдельных компонентов наличных денег и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. Денежная база в узком определении включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. Широкая денежная база включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

### **Денежная масса**

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (M0, M1, M2, широкая денежная масса).

### **Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат M2)**

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных де-

позитов и иных привлеченных на срок средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

### **Дефляция**

Устойчивое снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста потребительских цен.

### **Долларизация банковских депозитов (кредитов)**

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

### **Индекс потребительских цен (ИПЦ)**

Отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

### **Индикатор изменения бизнес-климата Банка России (ИБК)**

Аналитический показатель, который рассчитывается ежемесячно на основе оценок предприятий – участников мониторинга, проводимого Банком России. Индикатор построен по схожей методологии Института IFO (Германия) и отражает фактические, а также ожидаемые изменения в сфере производства и спроса.

### **Инфляционные ожидания**

Ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений о денежно-кредитной политике.

### **Инфляция**

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины: набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также «Индекс потребительских цен (ИПЦ)»).

### **Ключевая ставка Банка России**

Ключевая ставка является основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России и используется при оценке направленности и характеристике денежно-кредитной политики. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели

денежно-кредитной политики. Это процентная ставка по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора (соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя).

### **Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)**

Финансовый инструмент, который позволяет его покупателю в обмен на регулярную выплату премий (CDS-спред) его продавцу застраховаться от некоего кредитного события (например, дефолта) по финансовым обязательствам третьей стороны. Чем выше выплачиваемая премия, тем более рискованными считаются обязательства, в отношении которых был заключен кредитный дефолтный своп.

### **Ликвидность банковского сектора**

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежей через платежную систему Банка России и выполнения обязательных резервных требований.

### **Нейтральная ставка**

Уровень ставки процента (в частности, ключевой ставки центрального банка и ставок межбанковских кредитов овернайт, формирующихся вблизи ключевой ставки), при котором экономика устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному, а безработица находится на своем «естественном» уровне), а инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне. При нейтральном уровне ключевой ставки денежно-кредитная политика не способствует ни ускорению, ни замедлению инфляции.

### **Нормативы обязательных резервов**

Коэффициенты, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» их значения могут находиться в интервале от 0 до 20%. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

### **Облигации федерального займа (ОФЗ)**

Государственные внутренние долговые бумаги.

### **Операции абсорбирования**

Операции Банка России по привлечению ликвидности у кредитных организаций на возвратной основе. Могут быть в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

### **Операции рефинансирования**

Операции Банка России по предоставлению ликвидности кредитным организациям на возвратной основе. Могут быть в форме кредита, репо или валютного свопа.

### **Платежный баланс Российской Федерации**

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

### **Режим плавающего валютного курса**

Режим валютного курса, при котором центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

### **Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора**

Структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

### **Таргетирование инфляции**

Стратегия денежно-кредитной политики со следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, цель по инфляции четко обозначена и объявлена, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза, при этом центральный банк стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

### **Трансмиссионный механизм**

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

### **Требования банковской системы к экономике**

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 долевыми 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.

### **Финансовая стабильность**

Состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на про-



цесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива как к внутренним, так и к внешним шокам.

### **Эталонная процентная ставка RUONIA (Ruble OverNight Index Average)**

Взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт. Банк России отвечает за методику ставки RUONIA, формирования перечня банков-участников, сбор данных, расчет и публикацию процентной ставки.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- б.п.** – базисный пункт (0,01 процентного пункта)
- ВВП** – валовой внутренний продукт
- ВНОК** – валовое накопление основного капитала
- ЕЦБ** – Европейский центральный банк
- ИБК** – индикатор изменения бизнес-климата Банка России
- ИИС** – индивидуальные инвестиционные инструменты
- ИПЦ** – индекс потребительских цен
- КОБР** – купонные облигации Банка России
- МБК** – межбанковские кредиты
- мбс** – млн баррелей в сутки
- МВФ** – Международный валютный фонд
- Минфин России** – Министерство финансов Российской Федерации
- Минэкономразвития России** – Министерство экономического развития Российской Федерации
- МСП** – малое и среднее предпринимательство
- МФК** – мировой финансовый кризис 2007–2008 годов
- НГД** – нефтегазовые доходы
- НДД** – налог на дополнительный доход
- НДПИ** – налог на добычу полезных ископаемых
- НДС** – налог на добавленную стоимость
- ННГД** – ненефтегазовые доходы
- НФА** – Национальная финансовая ассоциация
- ОНЕГДКП 2018–2020 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов
- ОНЕГДКП 2020–2022 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов
- ОНЕГДКП 2022–2024 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов
- ОНЕГДКП 2023–2025 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов
- ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**ОФЗ-ИН** – облигации федерального займа с индексируемым номиналом

**п.п.** – процентный пункт

**РПБ6** – шестое издание Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Международный валютный фонд)

**СФР** – страны с формирующимися рынками

**ФНБ** – Фонд национального благосостояния

**ФРС США** – Федеральная резервная система США

**ФТС** – Федеральная таможенная служба

**ЦВЕ** – Центральная и Восточная Европа

**API** – программный интерфейс, способ взаимодействия информационных систем

**B2B** – платежи и переводы между юридическими лицами

**B2C** – выплаты юридических лиц в пользу физических лиц

**B2G** – платежи юридических лиц в бюджет

**C2B** – платежи физических лиц в пользу юридических лиц

**C2C** – переводы денежных средств между потребителями – физическими лицами

**C2G** – платежи в пользу государственных органов

**ELB** – Effective Lower Bound (эффективная нижняя граница)

**FG** – Forward Guidance (сигнал центрального банка о денежно-кредитной политике)

**G2B** – платежи юридическим лицам из бюджета

**G2C** – выплаты государственных органов в пользу потребителей

**IRS** – Interest Rate Swap (процентный своп)

**QE** – Quantitative Easing (количественное смягчение)

**RUONIA** – Ruble OverNight Index Average (взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях)

**SA** – оценка с поправкой на сезонность

**SAAR** – аннуализированный прирост с поправкой на сезонность

**YCC** – Yield Curve Control (контроль кривой доходностей)

**ZLB** – Zero Lower Bound (нулевая нижняя граница)

**ЗММА** – скользящая средняя за три месяца

