

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов

Проект от 11.08.2022
12 августа 2022 года

В 2022 году российская экономика вступила в фазу структурной перестройки из-за введения беспрецедентных внешних торговых и финансовых ограничений. Задача государства — создать условия, чтобы перестройка экономики прошла максимально эффективно, и ограничить спад экономической активности, не создавая рисков для макроэкономической стабильности.

1

Цели и принципы

Цель денежно-кредитной политики Банка России — защита и обеспечение устойчивости рубля. Банк России обеспечивает устойчивость рубля посредством поддержания ценовой стабильности, которая является важным условием для сбалансированного и устойчивого экономического роста. Ценовая стабильность означает устойчиво низкую инфляцию. Она защищает доходы и сбережения граждан, делает экономические условия для компаний и населения более предсказуемыми, способствует повышению доступности долгового финансирования для компаний.

Поддерживая ценовую стабильность, Банк России придерживается стратегии таргетирования инфляции. Преимуществом этой стратегии является ее гибкость, что особенно важно для решения задач трансформации российской экономики в предстоящие годы. Банк России выбирает такую траекторию сближения инфляции с целью, которая одновременно минимизирует отклонения выпуска от его потенциала. Тем самым Банк России способствует стабильности и предсказуемости экономических условий, необходимых для трансформации и развития.

Принципы денежно-кредитной политики (ДКП):

Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции

Цель денежно-кредитной политики — поддержание инфляции вблизи 4% постоянно. Эта цель объявлена и известна гражданам, бизнесу и участникам финансового рынка, чтобы они могли учитывать ее при принятии экономических решений и планировании будущего.

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. Формулировка «вблизи 4%» означает, что допустимы небольшие естественные колебания инфляции вокруг 4%. В период структурной трансформации экономики масштаб таких колебаний увеличивается, поскольку происходит значительная подстройка цен к резко изменившимся условиям.

Из-за масштабного изменения внешних условий в начале 2022 года годовая инфляция существенно отклонилась вверх от цели. Банк России будет устанавливать ключевую ставку так, чтобы снизить

годовую инфляцию к 4% в 2024 году и удерживать ее на этом уровне в дальнейшем. Плавная траектория возвращения годовой инфляции к цели — выбор Банка России с учетом масштаба и природы факторов, воздействующих на экономику и цены. Часть этих факторов находится вне сферы влияния денежно-кредитной политики.

Реализация ДКП в условиях плавающего валютного курса

С конца 2014 года Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется балансом спроса и предложения иностранной валюты на валютном рынке. Банк России не устанавливает целевых ориентиров и ограничений по уровню курса или темпам его изменения.

Плавающий валютный курс — необходимое условие эффективной реализации денежно-кредитной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции. Он позволяет экономике лучше, чем при режиме фиксированного или управляемого валютного курса, подстраиваться под изменения внешних условий. А также дает возможность проводить независимую денежно-кредитную политику. Стабилизирующая роль плавающего курса особенно важна в периоды структурных экономических преобразований.

В конце февраля — начале марта из-за изменений внешних условий в России были введены ограничения на движение капитала. Эта мера была вынужденным ответом на ограничения, введенные извне. В частности, Банк России утратил возможность использовать часть международных резервов в ключевых мировых резервных валютах для купирования рисков для финансовой стабильности. Ограничения на движение капитала в совокупности с другими принятыми мерами позволили защитить стабильность российской финансовой системы. По мере снижения рисков эти ограничения постепенно смягчаются.

Несмотря на ограничение движения 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.

Применение ключевой ставки и коммуникации как инструментов ДКП

Ключевая ставка — это процентная ставка по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора. Она влияет на рыночные процентные ставки, от которых зависит склонность граждан и бизнеса к потреблению, сбережению, инвестированию. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, который воздействует на динамику цен.

Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций в экономике и факторов длительного действия. Изменяя уровень ключевой ставки так, чтобы не допустить отклонения инфляции от цели или вернуть инфляцию к цели, Банк России одновременно способствует поддержанию выпуска товаров и услуг вблизи потенциального уровня. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики.

С помощью инструментов денежно-кредитной политики Банк России способен в случае отклонения инфляции от цели на горизонте 1–1,5 года обеспечить ее возвращение к цели. Если реализуются события, значительно меняющие экономическую ситуацию, возвращение инфляции к цели может занять больше времени. Таким образом, траекторию возврата инфляции к цели Банк России выбирает в зависимости от складывающейся экономической ситуации. С учетом необходимой после событий начала 2022 года структурной перестройки экономики снижение инфляции до целевого уровня займет более 1,5 года и завершится в 2024 году. При реализации денежно-кредитной политики Банк России также учитывает временное снижение эффективности отдельных каналов трансмиссионного механизма.

Решение по ключевой ставке сопровождается объяснением логики его принятия, а также, как правило, дополняется сигналом о возможных дальнейших решениях по денежно-кредитной политике и четыре раза в год — публикацией прогнозной траектории средней ключевой ставки. Это ключевые элементы коммуникации Банка России по денежно-кредитной политике. Коммуникация является важным инструментом управления инфляционными ожиданиями и привязки их к цели по инфляции.

Принятие решений по ДКП на основе макроэкономического прогноза

Решения по денежно-кредитной политике влияют на динамику цен с лагом, поэтому для их принятия Банк России использует макроэкономический прогноз с учетом про- и дезинфляционных рисков.

При подготовке прогноза и оценке рисков проводится детальный анализ широкого круга информации.

Банк России придерживается консервативного подхода при оценке баланса инфляционных рисков на прогнозном горизонте, придавая несколько большее значение проинфляционным факторам. 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 краткосрочным проинфляционным факторам. Рост инфляционных ожиданий может приводить к продолжительному отклонению инфляции от цели и требовать реакции со стороны денежно-кредитной политики. Особенно сильно это может проявляться в период существенных изменений в экономике и повышения неопределенности.

В 2022 году ожидается сокращение совокупного выпуска товаров и услуг в результате введенных внешних торговых и финансовых ограничений. Часть этого сокращения придется на снижение потенциального выпуска. Неопределенность оценок масштаба снижения потенциала, а также эффективности начавшихся процессов структурной перестройки требует дополнительной осторожности при реализации денежно-кредитной политики.

Информационная открытость

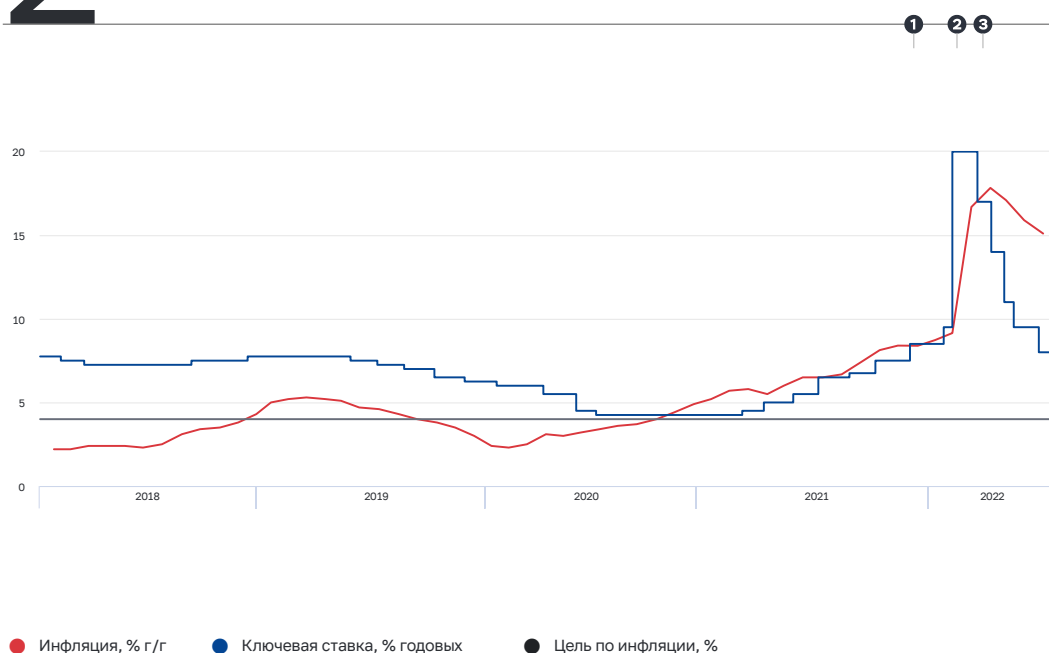
Банк России стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о целях, принципах, мерах и результатах денежно-кредитной политики, об оценке экономической ситуации и перспектив ее развития. Понимание обществом проводимой денежно-кредитной политики и доверие к ней необходимы для ее эффективной реализации, закоривания инфляционных ожиданий на цели по инфляции. Банк России постоянно работает над расширением охвата коммуникации по денежно-кредитной политике и повышением ее адресности, в том числе на региональном уровне.

В период масштабных изменений и колоссальной неопределенности в начале 2022 года Банк России расширил коммуникацию с обществом. Так, на сайте Банка России был создан раздел [«Меры защиты финансового рынка»](#), который оперативно обновлялся по мере принятия решений.

Там же отражались ответы на часто задаваемые вопросы, в том числе о денежно-кредитной политике. Кроме того, Банк России открыл телеграм-канал, в котором с конца февраля публикуются значимые решения, аналитика и новости о работе Банка России. Достоверное и доступное объяснение экономических событий и их возможных последствий снижает неопределенность и вносит вклад в стабилизацию ситуации.

2

ДКП в конце 2021 года и в 2022 году



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

С начала декабря 2021 года до середины февраля 2022 года ключевая ставка была повышена с 7,5 до 9,5% годовых

Банк России продолжал цикл повышения ключевой ставки, начатый в марте 2021 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 увеличения выпуска по широкому кругу отраслей. Возможности наращивания выпуска были ограничены в том числе из-за нарушений производственных и логистических цепочек в условиях пандемии COVID-19. Для возвращения инфляции к цели, а экономики — на траекторию сбалансированного роста к середине февраля 2022 года ключевая ставка была повышена до 9,5% годовых. При этом Банк России допускал возможность ее дальнейшего повышения.

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

28 февраля 2022 года ключевая ставка была повышена с 9,5 до 20% годовых

В конце февраля внешние условия для российской экономики кардинально поменялись. Против России были введены беспрецедентные по объему санкции. Они были направлены на разрыв сложившихся товарных и финансовых связей, 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 преодолена. Экстренное повышение ключевой ставки до 20,0% годовых 28 февраля позволило предотвратить отток средств клиентов из банков, сохранить привлекательность рублевых сбережений и не допустить неконтролируемого роста цен.

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

С начала апреля до конца июля ключевая ставка была снижена с 20 до 8% годовых

К апрелю риски для финансовой стабильности стали снижаться. Средства граждан возвращались в банковскую систему, в том числе на срочные рублевые депозиты. Стабилизировалась динамика курса рубля, как 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 до конца июля ключевая ставка была снижена с 20,0 до 8,0% годовых. Банк России исходил из того, что принятые в этот период решения о снижении ключевой ставки увеличат доступность кредитных ресурсов в экономике и ограничат масштаб снижения экономической активности. При этом денежно-кредитная политика сохранит необходимое дезинфляционное влияние, чтобы вернуть инфляцию к цели в 2024 году.

❹ Будущие решения

Банк России будет оценивать целесообразность снижения ключевой ставки во втором полугодии 2022 года

Дальнейшая траектория ключевой ставки зависит от того, как будет складываться баланс рисков для достижения целевого уровня инфляции 4% в 2024 году. Быстро меняющаяся ситуация, которая характеризуется чередой разнонаправленных по своему влиянию на инфляцию и экономику процессов, требует от Банка России осторожности, но одновременно и большей гибкости при принятии решений по денежно-кредитной политике, большего внимания к оперативной информации. Банк России будет оценивать целесообразность снижения ключевой ставки во втором полугодии 2022 года.

3

Прогнозные сценарии



Прогнозные сценарии Банка России отражают экстраординарные изменения в 2022 году внутренних и внешних условий для российской экономики, а также варианты их дальнейшей эволюции. Со стороны внутренних условий первостепенное значение имеет то, насколько успешно и быстро граждане и компании будут адаптироваться к новым реалиям. Со стороны внешних условий на среднесрочном горизонте сохраняется неопределенность в отношении ряда процессов в мире: устойчивость инфляции и ужесточение денежно-кредитной политики, динамика спроса и затруднения в глобальных цепочках поставок, волатильность на продовольственном и энергетическом рынках, большие объемы накопленных долгов, борьба с пандемией COVID-19 и геополитическая напряженность.

Характеристики базового и альтернативных сценариев, связанные с этими развилками, следующие:

- **Состояние мировой экономики** определяется тем, как быстро решаются проблемы на стороне предложения, насколько закорены инфляционные ожидания, как реагируют центральные банки, а также насколько устойчиво финансовое положение экономических 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 предполагает наличие или отсутствие дополнительных внешнеторговых санкций, а также степень развития вторичных эффектов санкций, включающих в том числе неформальные ограничения со стороны широкого круга контрагентов.

Базовый сценарий

	2021 (факт)	2022	2023	2024	2025
Инфляция в целом за год	8,4	12,0 – 15,0	5,0 – 7,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	4,7	(-6,0) – (-4,0)	(-4,0) – (-1,0)	1,5 – 2,5	1,5 – 2,5
— в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,0	(-12,0) – (-8,5)	1,0 – 2,5	1,0 – 2,0	1,5 – 2,5
Ключевая ставка, % годовых, в среднем за год	5,7	10,5 – 10,8	6,5 – 8,5	6,0 – 7,0	5,0 – 6,0
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте, в том числе:	13,9	5 – 10	8 – 13	9 – 14	8 – 13
• к организациям	10,7	5 – 10	7 – 12	8 – 13	8 – 13
• к населению, в том числе:	22,0	5 – 10	9 – 14	9 – 14	8 – 13

Источник: Банк России.

В базовом сценарии мировая экономика продолжает развиваться в рамках сформированных ранее трендов. В ответ на ускорение инфляции крупнейшие центральные банки будут повышать ставки. Это приведет к замедлению роста мировой экономики. Однако осторожная денежно-кредитная политика позволит крупнейшим экономикам избежать масштабной рецессии. Инфляция за рубежом вернется к значениям вблизи целей в конце 2023 — начале 2024 года. Введенные в отношении российской экономики санкции в основном сохранятся на всем прогнозном горизонте.

Согласно базовому сценарию, в 2022 году и в течение большей части 2023 года российская экономика будет сокращаться, подстраиваясь к изменившимся внешним условиям. В 2025 году экономика вернется к потенциальным темпам роста в 1,5–2,5%.

Под влиянием денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 12,0–15,0% в 2022 году, снизится до 5,0–7,0% в 2023 году, вернется к 4% в 2024 году и в дальнейшем будет находиться вблизи цели. Возвращение годовой инфляции к цели будет постепенным, в том числе из-за неизбежной подстройки относительных цен по широкому кругу товаров и услуг в процессе структурной перестройки российской экономики.

В базовом сценарии Банк России прогнозирует среднюю за год ключевую ставку в диапазоне 10,5–10,8% годовых в 2022 году, 6,5–8,5% годовых в 2023 году и 6,0–7,0% годовых в 2024 году. К 2025 году Банк России вернет ключевую ставку в долгосрочный нейтральный диапазон. Банк России исходит из оценки долгосрочной номинальной нейтральной процентной ставки в 5,0–6,0% годовых. Однако в период структурной перестройки экономики неопределенность ее оценок выше. Есть факторы, которые могут действовать как в сторону повышения нейтральной ставки, так и в сторону снижения. Банк России будет оценивать совокупное воздействие на нее факторов по мере накопления данных.

Ускоренная адаптация

Альтернативный сценарий «Ускоренная адаптация» предполагает более быструю адаптацию российской экономики к новым условиям по сравнению с базовым сценарием при схожем состоянии мировой экономики и геополитического фона. Несмотря на повышение ставок крупнейшими центральными банками, масштабной рецессии в мировой экономике удастся избежать. Геополитический фон не изменится относительно состояния на середину 2022 года.

Более быстрая структурная перестройка экономики будет происходить в первую очередь за счет лучшей, чем в базовом сценарии, динамики импорта. Формирование новых экономических связей и расширение механизма параллельного импорта улучшат динамику импорта на прогнозном горизонте.

Стоимостные объемы экспорта также расширятся относительно базового сценария благодаря росту физических объемов экспорта, в том числе нефти и газа. Этому будут способствовать определение новых маршрутов и способов доставки энергоресурсов, снижение транспортных, страховых и прочих логистических издержек.

Благодаря новым партнерствам и экономическим связям, в сценарии «Ускоренная адаптация» рост российской экономики возможен уже в 2023 году. Быстрое насыщение рынков как новыми товарами, так и привычными через механизм параллельного импорта приведет к более быстрому исчерпанию ограничений на стороне предложения. В результате годовая инфляция вернется на уровень, близкий к цели, уже к концу 2023 года при более мягкой денежно-кредитной политике по сравнению с базовым сценарием. В 2024–2025 годах годовая инфляция будет оставаться вблизи 4% при ключевой ставке, находящейся в нейтральном диапазоне 5,0–6,0% годовых.

Глобальный кризис

Альтернативный сценарий «Глобальный кризис» предполагает усиление фрагментации в мировой экономике. Торговля между странами все больше будет 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, устойчиво высокая инфляция в крупнейших экономиках может потребовать более резкого и существенного ужесточения денежно-кредитной политики в этих странах. Следствием

этого будет рецессия в крупнейших экономиках. В странах с формирующимися рынками, особенно в тех, где сложился большой объем внешнего долга, из-за роста внешних ставок может заметно снизиться устойчивость финансового положения.

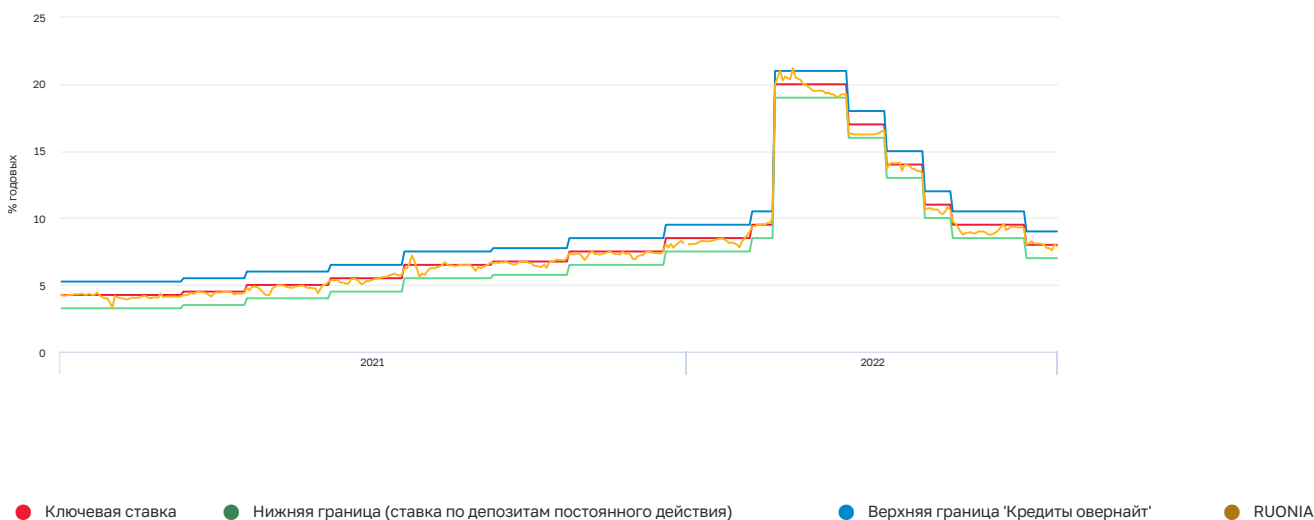
Во-вторых, в этом сценарии предполагается усиление геополитической напряженности в мире, в том числе введение новых санкций против российской экономики. Сочетание этих событий может усилить дисбалансы в мировой экономике и привести к новому глобальному финансовому и экономическому кризису, сопоставимому по масштабам с кризисом 2007–2008 годов.

Для российской экономики реализация мирового кризиса, снижающего внешний спрос, одновременно с ухудшением геополитического фона, снижающим цены и объемы экспорта, существенно осложнит структурную перестройку и адаптацию к новым условиям. ВВП в 2023 году сократится сильнее, чем в 2022 году. В 2024 году падение продолжится, и лишь в 2025 году возможен небольшой рост — порядка 1%.

Годовая инфляция в 2023 году вырастет до 13–16% на фоне ослабления рубля и усиления ограничений на стороне предложения, инфляционные ожидания также увеличатся. Банк России существенно повысит ключевую ставку по сравнению с базовым сценарием и будет поддерживать ее на повышенном уровне, чтобы не допустить вторичных эффектов из-за роста инфляционных ожиданий и обеспечить возвращение инфляции к цели в 2025 году.

4

Применение инструментов ДКП



Источник: Банк России.

Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России — поддержание однодневных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. За январь — июнь 2022 года среднее отклонение ставки RUONIA (операционный ориентир денежно-кредитной политики) от ключевой ставки Банка России составило –28 б.п., что больше, чем в 2021 году. В феврале — марте его волатильность временно возросла, а затем вернулась к обычным значениям.

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. Важна и достигнутая ранее устойчивость банковской системы. К началу кризиса банки обладали достаточным объемом качественных активов, под которые они смогли привлечь необходимый объем дополнительной ликвидности от Банка России. Меры поддержки, принятые Банком России, обеспечили непрерывность работы банков и способствовали постепенному восстановлению оборотов в краткосрочном сегменте межбанковских кредитов денежного рынка в среднем до уровня начала 2022 года.

1. Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4%

Переходя с начала 2015 года к таргетированию инфляции, Банк России выбрал целевой ориентир в 4% 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% установлена 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 незакоренных инфляционных ожиданий компаний и граждан 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 и необходимость минимизировать риски возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров.

2. Нейтральная процентная ставка

Банк России продолжает исходить из прежней оценки долгосрочной реальной нейтральной ставки для российской экономики в 1–2% годовых. При целевом уровне годовой инфляции в 4% и инфляционных ожиданиях, закоренных на цели, это соответствует номинальной нейтральной процентной ставке 5–6% годовых. В новых условиях нейтральная процентная ставка для российской экономики во многом определяется потенциальным темпом экономического роста, на который влияют скорость накопления факторов производства, рост их производительности и скорость технологического прогресса. Влияние мировой нейтральной ставки и страновой премии за риск сохраняется, но становится более опосредованным.

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 финансовой нестабильности. Это обусловило необходимость введения ограничений на свободное движение 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 движение 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.

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 части золотовалютных резервов Банка России и ряда частных активов;
 - введение ограничений на трансграничное движение капитала;
 - ускорение перехода на платежи в национальных валютах;
 - приостановка действия бюджетного правила.
-

5. Бюджетная политика в 2022–2025 годах

В 2022–2025 годах бюджетная политика будет направлена на поддержку и структурную перестройку российской экономики. Параметры этой политики будут формироваться с учетом введенных в отношении России масштабных внешних торговых и финансовых ограничений. Принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России будет учитывать влияние бюджетной политики как с позиции инфляционных рисков, так и в целом с точки зрения ее влияния на денежно-кредитные условия и ликвидность банковского сектора.

В результате санкций проведение операций на валютном рынке в рамках операций Минфина России по выполнению бюджетного правила стало невозможным. Также было приостановлено действие отдельных положений бюджетного правила, связанных с использованием дополнительных нефтегазовых доходов и планированием предельного объема расходов федерального бюджета. Ситуация в российской экономике потребовала существенного смягчения бюджетной политики, а расходы федерального бюджета превысили предельный уровень, определенный параметрами бюджетного правила, действовавшими на начало 2022 года.

С 2023 года начнется постепенная нормализация бюджетной политики. Эта нормализация будет происходить с учетом утверждения обновленных параметров бюджетного правила и завершится в 2025 году. В настоящее время обсуждаются различные варианты его модификации. Среди прочего прорабатывается возможность реализации операционного механизма бюджетного правила по пополнению (или расходованию) средств Фонда национального благосостояния в валютах дружественных стран. Банк России поддерживает выработку новых принципов бюджетного правила с учетом изменившихся условий. Это позволит восстановить его стабилизирующее влияние на внутренний спрос и государственные финансы, что облегчит достижение цели денежно-кредитной политики.

6. Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов)

При проведении макроэкономической политики в мире широко используется концепция долгосрочного равновесия в экономике. Долгосрочное равновесие — это не конкретная точка, а устойчивая траектория, по которой движется экономика. В рамках стратегии 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. Различные внутренние и внешние шоки циклической природы могут приводить к краткосрочному отклонению экономики от равновесия, которое называется разрывом.

Наиболее часто в экономической литературе говорят о разрыве выпуска. Эта ненаблюдаемая величина показывает, насколько фактический выпуск отклонился от потенциального. Поскольку разрыв выпуска является ненаблюдаемым показателем, при проведении денежно-кредитной политики учитывается неопределенность, связанная с точностью его оценок.

7. Программы льготного кредитования

Значимым фактором функционирования российского кредитного рынка являются программы льготного кредитования, связанные преимущественно с субсидированием процентной ставки по кредиту. 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. Как показывает практика, данные программы могут быть эффективны при поддержке кредитования небольших групп социально значимых заемщиков (региональных или отраслевых) или при стимулировании восстановления спроса в периоды спада в экономике (при условии сворачивания программ по достижении поставленной цели). Однако, чем шире круг заемщиков и дольше срок программы льготного кредитования, тем большие макроэкономические дисбалансы она может породить. Как следствие, при прочих равных может потребоваться проведение более жесткой денежно-кредитной политики для поддержания инфляции у цели.

8. Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике

Введенные в начале 2022 года внешние санкции и ответные меры в виде ограничений на трансграничное движение капитала привели к тому, что зависимость российской финансовой системы от внешнего мира существенно снизилась. Это, в свою очередь, повлияло на понимание того, как следует 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 связано с работой канала валютного курса — его роль заметно снизилась, что учитывается Банком России при проведении денежно-кредитной политики.

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 системы ценообразования банковских продуктов, позволяющей банкам выстраивать согласованную линейку цен по операциям на различных сегментах рынка и при необходимости гибко изменять структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств. 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.

Приложения

1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в условиях структурной перестройки экономики

Все многообразие причинно-следственных связей, через которые изменения ключевой ставки влияют на спрос и цены, обозначается термином трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, а отдельные цепочки причинно-следственных связей в его составе называются каналами трансмиссионного механизма. Масштабные изменения 2022 года существенно повлияли на работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Функционирование кредитного и балансового каналов сдерживалось общим снижением склонности банков к риску в условиях возросшей неопределенности. В марте — апреле канал благосостояния не функционировал в связи с невозможностью совершения операций с ценными бумагами. Значимость валютного канала существенно снизилась. Ключевая ставка медленно и слабо влияет на курс рубля. Усилилось влияние внешнеторговой конъюнктуры на курс рубля. Эффективность канала ожиданий снизилась в условиях неопределенности и структурной перестройки экономики, затрудняющей оценки перспектив экономического развития. Полноценно действующим каналом остался процентный.

2. Показатели инфляции, используемые Банком России

Показатель инфляции, для которого установлена цель Банка России по денежно-кредитной политике, — это годовой прирост индекса потребительских цен. Для аналитических целей также используется множество других индикаторов инфляционного фона. 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. Устойчивую часть инфляции характеризуют трендовая инфляция, а также индексы с исключением отдельных волатильных категорий (например, инфляция без овощей, инфляция без бензина, базовая инфляция и другие).

3. Немонетарные факторы инфляции в 2022 году: влияние санкций

Факторы инфляции, на которые Банк России не может повлиять мерами своей денежно-кредитной политики, называются немонетарными. В 2022 году их было особенно много. К постковидным эффектам можно отнести незатухающие шоки предложения, связанные в том числе с процессами дезинтеграции производств и сегментацией рынков. После февраля для России эти эффекты еще более усилились, потому что приостановка многих производственных и логистических цепочек сменилась их разрывом.

4. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели за период 2017–2021 годов

Банк России в целях полноты исследования проводимой денежно-кредитной политики провел количественный анализ причин отклонения инфляции от целевого уровня 4% в период 2017–2021 годов.

5. Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов

Уровень инфляционных ожиданий населения, уже возросший в период пандемии, в марте 2022 года дополнительно вырос. Причинами стали резкое ослабление рубля и беспрецедентный рост неопределенности. После пика в марте инфляционные ожидания начали снижаться и к июлю 2022 года опустились ниже уровня июля прошлого года, составив 10,8%. Однако в условиях все еще слабо заякоренных инфляционных ожиданий их текущее снижение может быть неустойчивым. Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед в марте 2022 года также существенно выросли и достигли максимального значения за всю историю наблюдений — с января 2000 года. При этом

уже в апреле — июле 2022 года ценовые ожидания бизнеса стали снижаться и практически вернулись к уровню начала 2021 года. Снижение ценовых ожиданий бизнеса было обусловлено замедлением роста издержек, в том числе на фоне укрепления рубля, а также сжатым спросом.

6. Проведение Банком России мониторинга предприятий и использование его результатов для целей денежно-кредитной политики

Банк России проводит регулярные опросы предприятий. Свыше 20 лет в них принимают участие руководители более 14 тыс. предприятий во всех регионах. В мае 2022 года началась ежемесячная публикация индекса бизнес-климата Банка России, рассчитываемого на основе опросных данных.

7. Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику

Банк России продолжает разрабатывать цифровой рубль — новую, третью форму российского рубля в дополнение к наличной и безналичной формам. По своим свойствам цифровой рубль будет похож как на наличные деньги, так и на остатки на банковских счетах. Цифровые рубли, как и наличные деньги, будут обязательством Банка России. Однако эмитировать их Банк России будет только в цифровой форме, которая характерна также для безналичных средств банков. Введение цифрового рубля обеспечит ряд преимуществ, среди 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. Наиболее важно, что третья форма российского рубля позволит оптимизировать стоимость расчетов. Это обеспечит снижение транзакционных издержек и поддержит конкурентоспособность российской экономики.

8. Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления

Денежно-кредитную политику в рамках стратегии таргетирования инфляции проводят 47 стран. По оценкам на 2021 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. Десятилетие после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов стало периодом устойчиво низкой инфляции в масштабах мировой экономики. Пандемия COVID-19 привела к возникновению дисбаланса спроса и предложения на глобальном уровне. В результате по всему миру происходило ускорение инфляции. Реакция центральных банков заключалась в повышении ставок, однако в ряде случаев эта реакция запаздывала и требовался больший масштаб изменений ставок. Это, в свою очередь, создает предпосылки для мировой стагфляции и даже рецессии.

9. Денежная программа

Банк России рассчитывает показатели денежной программы в дополнение к прогнозу ликвидности банковского сектора и включает их в прогнозные показатели, учитываемые при разработке и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

Ответственное структурное подразделение: [Департамент денежно-кредитной политики](#)
