



Банк России



ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2024 ГОД И ПЕРИОД 2025 И 2026 ГОДОВ

Проект от 28 сентября 2023 года

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 27.09.2023.

Документ подготовлен по статистическим данным на 22.09.2023.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 14.09.2023.

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»](#) на сайте Банка России (http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/).

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	7
2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2022 ГОДА И В 2023 ГОДУ	43
3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2023 ГОДУ И 2024–2026 ГОДАХ.....	55
4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2023 ГОДУ И 2024–2026 ГОДАХ	78
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	92
Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России.....	92
Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России.....	118
Приложение 3. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели.....	124
Приложение 4. Разовые факторы инфляции на стороне предложения	127
Приложение 5. Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса	131
Приложение 6. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления	137
Приложение 7. Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику.....	154
Приложение 8. Развитие финансового рынка.....	161
Приложение 9. Денежная программа.....	166
КАЛЕНДАРИ И ТАБЛИЦЫ	168
Календарь решений по ключевой ставке в 2024 году	168
График аукционов Банка России в 2024 году	169
График периодов усреднения обязательных резервов в 2024 году	171
Статистические таблицы	172
ГЛОССАРИЙ	181
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	186

Перечень врезок

Врезка 1. Итоги Обзора денежно-кредитной политики Банка России	30
Врезка 2. Формат цели по инфляции Банка России.....	34
Врезка 3. Нейтральная процентная ставка	39
Врезка 4. Мониторинг предприятий: использование результатов для целей денежно-кредитной политики.....	50
Врезка 5. Влияние бюджетной политики на экономику и ее параметры в 2023–2026 годах.....	71
Врезка 6. Совершенствование модельного аппарата.....	73
Врезка 7. Концепция равновесного состояния экономики и отклонений от него основных макроэкономических переменных.....	75
Врезка 8. Трансформация механизмов предоставления ликвидности	89
Врезка 9. Программы льготного кредитования.....	108
Врезка 10. Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике.....	113
Врезка 11. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям	115

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.

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – обеспечение ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции. Обеспечивая ценовую стабильность, Банк России создает условия для успешной перестройки экономики, начавшейся в 2022 году, и ее сбалансированного роста в дальнейшем. Низкая и стабильная инфляция при прочих равных условиях дает возможность компаниям и населению лучше планировать свою деятельность, способствует повышению доступности долгового и долевого финансирования. Это особенно важно в условиях ограничения внешнего финансирования. Низкая и стабильная инфляция означает, что доходы и сбережения граждан защищены от значимого и непредсказуемого обесценения. В условиях низкой и стабильной инфляции повышается привлекательность рубля в качестве валюты для международных расчетов и контрактов.

С 2015 года Банк России при реализации денежно-кредитной политики следует стратегии таргетирования инфляции. Проведенный в 2021–2023 годах в рамках Обзора денежно-кредитной политики Банка России анализ указывает на эффективность данной стратегии: она способствует увеличению общественного благосостояния и позволяет успешно проходить кризисные периоды. Исследования также показали, что текущие параметры денежно-кредитной политики в целом соответствуют складывающимся в экономике условиям. При этом есть пространство для возможной корректировки отдельных параметров денежно-кредитной политики в будущем.

Цель денежно-кредитной политики остается неизменной – поддержание годовой инфляции вблизи 4%. Цель по инфляции действует на постоянной основе. Выбор уровня цели по инфляции в 2015 году был обоснованным, что подтверждается результатами Обзора денежно-кредитной политики. При этом исследования показали, что к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем. Однако кардинальное изменение экономических условий в 2022 году потребовало дополнительной осторожности в принятии такого решения. Банк России оценит целесообразность и возможные сроки снижения уровня цели по инфляции после стабилизации инфляции вблизи 4% и снижения общей экономической неопределенности. В случае принятия Банком России решения о снижении цели по инфляции оно будет объявлено заблаговременно для минимизации издержек перехода к новому уровню цели.

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России воздействует на динамику цен с помощью ключевой ставки и сигнала о дальнейших решениях по ней. Это воздействие происходит через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм. Изменение ключевой ставки и сигнал отражаются на динамике ставок по кредитам и депозитам, котировок ценных бумаг и курса рубля. Изменение данных

показателей, в свою очередь, определяет решения экономических агентов о сбережении, потреблении, инвестировании. В результате формируется внутренний спрос в экономике, который влияет на динамику цен. Для того чтобы решения по денежно-кредитной политике через обозначенную цепочку взаимосвязей отразились на динамике цен, требуется время. Поэтому при принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России опирается на макроэкономический прогноз. Он позволяет оценить, какие денежно-кредитные условия должны сложиться в экономике, чтобы обеспечить инфляцию вблизи 4%. Для разработки прогноза Банк России использует современные макроэкономические модели.

Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Плавающий курс сглаживает воздействие внешних факторов на экономику, обеспечивает ее подстройку под меняющуюся внешнюю среду. Центральный банк при этом способен проводить независимую от других стран денежно-кредитную политику. В условиях действия ограничений на движение капитала динамика курса рубля определяется в большей степени балансом спроса импортеров на иностранную валюту и предложения иностранной валюты со стороны экспортеров. По мере адаптации экономики к введенным внешним санкциям влияние потоков капитала на динамику курса увеличивается. Однако оно остается менее значительным, чем раньше. Меры по контролю за движением капитала являются мерами политики по поддержанию стабильности финансового сектора. Действующие в настоящее время ограничения носят преимущественно неэкономический и двусторонний характер.

Банк России стремится максимально полно и оперативно раскрывать информацию о проводимой денежно-кредитной политике. Это помогает формировать более предсказуемую среду для принятия решений. Исследования в рамках Обзора денежно-кредитной политики показали, что за годы таргетирования инфляции существенно возросла прозрачность проводимой Банком России денежно-кредитной политики, что способствовало росту доверия к ней. Коммуникация играла важную роль в стабилизации ситуации на финансовых рынках в кризисные периоды. В ближайшие годы Банк России планирует совершенствовать коммуникацию, увеличивая количество раскрываемой информации и повышая ее адресность.

В 2022–2023 годах происходила трансформация российской экономики. Она стала следствием введения рядом стран беспрецедентных по масштабу торговых и финансовых ограничений. При этом адаптация экономики к данным ограничениям происходила быстрее, чем ожидал Банк России в базовом сценарии ОНЕГДКП 2023–2025 гг. Российская экономика показала значительную гибкость и способность в короткие сроки подстраиваться под масштабные изменения. Компании находили новых поставщиков и рынки сбыта, выстраивали новые логистические связи, налаживали расчеты. Развивались производства, ориентированные на внутренние рынки. Продолжался процесс импортозамещения.

К середине 2023 года восстановительная фаза роста экономики завершилась. Выпуск, ориентированный на внутренний спрос, в целом превысил докризисный уровень конца 2021 года. Вместе с тем дальнейшее расширение выпуска в экономике ограничивалось ситуацией на рынке труда. Дефицит рабочей силы усиливался, безработица находилась на исторически низком уровне. При этом наблюдалось увеличение внутреннего спроса за счет расширения частного спроса при сохранении го-

сударственного спроса на высоком уровне. Увеличение потребительской активности поддерживалось высокими темпами кредитования, ростом реальных заработных плат и адаптацией населения к новой структуре предложения на товарных рынках. Сильный внутренний спрос при ограничениях роста предложения оказывал давление на цены.

Высокий внутренний спрос также выражался в повышенном спросе на импорт. В условиях сокращения поступления валютной выручки из-за введенных санкций увеличение спроса на импорт стало одним из значимых факторов ослабления рубля в летние месяцы. Перенос курсовой динамики в цены усиливался ростом инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

В результате действия совокупности проинфляционных факторов показатели текущего, в том числе устойчивого, роста цен повышались. Чтобы вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, ограничить масштаб отклонения инфляции от цели в 2023 году и обеспечить ее возвращение к 4% в 2024 году, Банк России в июле – сентябре 2023 года повышал ключевую ставку, в том числе на внеочередном заседании в августе. В совокупности ключевая ставка была повышена на 5,5 п.п., до 13% годовых.

В базовом сценарии Банк России предполагает, что геополитические условия значимо не изменятся и введенные ограничения сохранятся на прогнозном горизонте. Центральные банки стран с развитой экономикой, стремясь снизить инфляцию, будут проводить жесткую денежно-кредитную политику продолжительное время. Это приведет к замедлению роста мировой экономики, что будет ограничивать рост спроса на товары российского экспорта.

Трансформация российской экономики продолжится. При этом ее темпы роста будут более умеренными, чем в 2023 году, учитывая завершение фазы восстановительного роста. В 2026 году российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста в 1,5–2,5%. За пределами прогнозного горизонта рост российской экономики может ускориться за счет формирования новых производственных взаимосвязей, повышения квалификации, численности рабочей силы и эффективности использования капитала, ввода новых средств производства в эксплуатацию. Под влиянием денежно-кредитной политики Банка России годовая инфляция вернется к цели вблизи 4% в 2024 году и останется на целевом уровне в дальнейшем. Снижение инфляции к цели в 2024 году потребует проведения жесткой денежно-кредитной политики продолжительное время. По оценкам Банка России, в 2023 году ключевая ставка в среднем будет находиться в диапазоне 9,6–9,7% годовых, в 2024 году – 11,5–12,5% годовых, в 2025 году – 7,0–8,0% годовых. В 2026 году ключевая ставка в среднем составит 5,5–6,5% годовых, что соответствует диапазону оценок Банка России долгосрочной нейтральной ставки.

Основные риски для российской экономики связаны с ухудшением геополитического фона и ситуации в мировой экономике в целом. С учетом этого Банк России рассматривает два альтернативных сценария. Сценарий «Усиление фрагментации» предполагает большее по сравнению с базовым сценарием увеличение фрагментации мировой экономики и санкционного давления на российскую экономику. Сценарий «Рисковый» дополнительно с этим учитывает возможное ухудшение ситуации в финансовом секторе, что может привести к глобальному финансовому кризису. Реализация рисков в обоих сценариях, по оценкам Банка России, приведет к более высо-

кой инфляции в 2024–2025 годах и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием. Соответственно, инфляция вернется к цели позже, чем в базовом сценарии.

Важным фактором, который будет влиять на экономику в любом из сценариев в предстоящие годы, является бюджетная политика. Банк России учитывает планируемые меры бюджетной политики при подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке. Ответственная и сбалансированная бюджетная политика с опорой на бюджетное правило является необходимым условием для сохранения макроэкономической стабильности. В случае незапланированного расширения бюджетного дефицита инфляционные риски могут вырасти, и для обеспечения инфляции вблизи 4% может потребоваться более жесткая денежно-кредитная политика.

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, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста.

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: об итогах Обзора денежно-кредитной политики Банка России, о формате цели по инфляции Банка России, о нейтральной процентной ставке.

Раздел 2 содержит ретроспективный взгляд на денежно-кредитную политику Банка России с конца 2022 года по настоящее время. В раздел включена врезка об использовании результатов мониторинга предприятий для целей денежно-кредитной политики.

В **разделе 3** рассматриваются базовый и альтернативные прогнозные сценарии Банка России. Раздел дополнен врезками о влиянии бюджетной политики на экономику, о совершенствовании модельного аппарата 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 раздел включена врезка о трансформации механизмов предоставления ликвидности.

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 Федерации¹. 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 роста². Ценовая стабильность означает устойчиво низкую инфляцию.

В 2023 году продолжилась масштабная трансформация российской экономики. Она стала следствием введения беспрецедентных внешних торговых и финансовых ограничений со стороны ряда стран в 2022 году. Российские компании перестраивали свою деятельность: искали новые рынки сбыта, поставщиков, меняли объемы производства, ассортимент товаров и цены. При этом российский бизнес демонстрировал высокую степень гибкости, способность оперативно подстраиваться под изменившиеся условия. Существенную поддержку ему оказали антикризисные меры Правительства Российской Федерации и Банка России. В результате процесс адаптации к новым условиям происходил быстрее, а фактический спад в экономике оказался менее значительным, чем ожидалось в начале кризиса. В ближайшие годы процесс трансформации экономики продолжится. Основной задачей государства по-прежнему остается поддержка этого процесса для ограничения масштаба снижения потенциала экономики и обеспечения сбалансированного экономического роста в дальнейшем. При этом важно не заменять частную инициативу государственной, продолжая сохранять рыночные основы экономики.

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России вносит вклад в создание необходимых условий для перестройки экономики через обеспечение ценовой стабильности – низкой и стабильной инфляции. Низкая и стабильная инфляция способствует повышению доступности заемного финансирования внутри страны, что имеет особое значение в условиях ограничения внешнего финансирования. Без низкой и стабильной инфляции невозможны стабильные и комфортные процентные ставки, поскольку инвесторы, в том числе банки, всегда стремятся получить доход от вложенных средств. Они закладывают инфляционную премию в процентные ставки по кредитам. При низкой и стабильной инфляции процентные ставки формируются на более низком уровне, уменьшается их волатильность (особенно долгосрочных ставок). Кроме того, для расширения инвестиционной активности необходима предсказуемая экономическая среда, которая формируется через установление четких ориентиров (в том числе по инфляции) и их соблюдение. В экономике с предсказуемыми эконо-

¹ Часть 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации.

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

мическими условиями инвесторы с большей готовностью предоставляют финансовые ресурсы. Компаниям при этом проще осуществлять финансовое и инвестиционное планирование.

Ценовая стабильность необходима и населению. Она обеспечивает устойчивость покупательной способности национальной валюты – рубля, защищает доходы и сбережения граждан от значимого и непредсказуемого обесценения. После периода повышенной гибкости относительных цен и высокой инфляции, связанной с первым этапом структурной перестройки российской экономики, важно обеспечить возвращение инфляции к стабильно низкому уровню. Это позволит не допустить значительного ухудшения качества жизни граждан и роста социального неравенства³. Сохранение покупательной способности доходов населения важно в условиях санкций, когда происходит постепенная переориентация компаний с внешних рынков на внутренние.

Низкая и стабильная инфляция будет также способствовать повышению привлекательности рубля в качестве валюты для международных расчетов и контрактов. Чем дольше период ценовой стабильности, тем больше уверенности у контрагентов в сохранении его покупательной способности и выше готовность использовать рубль в международной деятельности.

Обеспечивая ценовую стабильность, денежно-кредитная политика создает важные, но не единственно необходимые условия для успешной структурной перестройки экономики. Денежно-кредитная политика сама по себе не может повлиять на изменение потенциала экономики в результате ее трансформации⁴. 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 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. Эти 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

³ Подробнее 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>).

⁴ Подробнее об изменении потенциала экономики в период трансформации см. раздел 2 [«Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2022 года и в 2023 году»](#) и раздел 3 [«Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2023 году и 2024–2026 годах»](#).

числе в рамках программ переподготовки и повышения квалификации рабочей силы), создание предсказуемых условий экономической деятельности. В совокупности обозначенные меры в случае эффективной реализации могут обеспечить успешную трансформацию экономики, сопровождающуюся ее переходом в новое равновесие с последующим увеличением потенциальных темпов роста. При этом необходимым условием для развития экономики является макроэкономическая стабильность, которая достигается как за счет обеспечения ценовой стабильности, так и через сохранение ответственной бюджетной политики (см. пункт [«Денежно-кредитная политика и бюджетная политика»](#)).

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России 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 6 [«Таргетирование инфляции: 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.

Проведенные в 2021–2023 годах в рамках Обзора денежно-кредитной политики Банка России исследования указывают на преимущество стратегии таргетирования инфляции в условиях самых разных вызовов. Она не только создает условия для сбалансированного роста экономики, но и позволяет успешно проходить кризисные периоды. Несмотря на множество шоков в прошедший период, реализуемая в рамках стратегии таргетирования инфляции денежно-кредитная политика способствовала увеличению общественного благосостояния. Исследования также показали, что текущие параметры денежно-кредитной политики в целом соответствуют складывающимся в экономике условиям. Вместе с тем есть ряд аспектов, требующих обсуждения и возможной корректировки: они касаются уровня цели по инфляции и коммуника-

ции (см. пункт [«Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции»](#), пункт [«Информационная открытость»](#), а также врезку 1 [«Итоги Обзора денежно-кредитной политики Банка России»](#)).

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.

Цель по инфляции – ключевой параметр стратегии таргетирования инфляции. С одной стороны, цель должна отражать представления общества о ценовой стабильности и создавать условия для укрепления доверия к денежно-кредитной политике. С другой стороны, цель должна быть достижима для центрального банка и учитывать особенности условий проведения денежно-кредитной политики в экономике. Определение цели по инфляции включает выбор ее уровня, типа, таргетируемого показателя и горизонта действия.

Целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание годовой инфляции вблизи 4%. Цель по инфляции действует на постоянной основе. Она установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть для 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.

Выбор 4% в 2015 году в качестве уровня цели по инфляции был сделан с учетом существовавших на тот момент особенностей ценообразования и структуры российской экономики, а также обширного опыта таргетирования инфляции в мире. Результаты исследований в рамках Обзора денежно-кредитной политики свидетельствуют о том, что к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем (см. врезку 2 [«Формат цели по инфляции Банка России»](#)). Однако кардинальное изменение внешних условий в 2022 году и продолжающаяся структурная перестройка экономики требуют проявления дополнительной осторожности при рассмотрении данного вопроса.

После стабилизации инфляции вблизи 4% и снижения общей экономической неопределенности Банк России оценит целесообразность и возможные сроки снижения уровня цели по инфляции. Банк России продолжит обсуждение вопроса снижения уровня цели с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации. В случае принятия Банком России решения о снижении цели по инфляции оно будет объявлено заблаговременно, за несколько лет до изменения, чтобы минимизировать издержки перехода к новому уровню цели.

В качестве типа цели по инфляции Банк России использует точку. Точка дает наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики в условиях сохранения повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса, их высокой чувствительности к колебаниям цен на отдельные товары. Результаты Обзора

денежно-кредитной политики свидетельствуют об оправданности сохранения этого типа цели в дальнейшем (см. врезку 2 [«Формат цели по инфляции Банка России»](#)).

Формулировка «вблизи 4%» отражает допустимость небольших колебаний инфляции вокруг 4%. Эти колебания носят естественный характер и происходят из-за постоянной подстройки относительных цен⁵. Цены на товары и услуги постоянно меняются под влиянием множества факторов. В результате на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике цен.

Денежно-кредитная политика постоянно направлена на обеспечение инфляции вблизи 4%. При этом со временем могут также возникать факторы, создающие риски отклонения инфляции от цели. В случае возникновения таких факторов Банк России оценивает их причины и продолжительность возможного влияния на инфляцию и исходя из этого принимает решения о необходимых мерах денежно-кредитной политики. В ситуации отклонения инфляции от цели Банк России выбирает скорость возвращения к ней с учетом масштаба этого отклонения и влияния мер денежно-кредитной политики на экономическую активность (см. пункт [«Применение ключевой ставки и коммуникации как инструментов денежно-кредитной политики»](#)).

В 2022 году введение санкций привело к резкому изменению хозяйственных связей и, как следствие, значительной корректировке относительных цен по широкому кругу товаров и услуг. Инфляция существенно отклонилась от цели. Чтобы процесс подстройки экономики происходил плавнее, Банк России допустил более медленное и постепенное возвращение инфляции к цели. Банк России ожидает возвращения инфляции к 4% в 2024 году (см. раздел 3 [«Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2023 году и 2024–2026 годах»](#)). В отсутствие новых значительных шоков дальнейшие колебания относительных цен станут естественной частью экономического развития. Колебания сгладятся, и инфляция будет находиться вблизи 4%.

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-

⁵ Под относительными ценами понимаются цены на отдельные товары и услуги потребительской корзины по отношению к среднему (общему) уровню цен в экономике (выраженному, например, в динамике ИПЦ). В условиях значительных шоков процесс подстройки относительных цен может охватывать широкий круг товаров и услуг.

способность сглаживать деловой цикл⁶. 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 покупателей⁷. 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 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. 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 определенный уровень курса национальной валюты центральный банк сталкивается с не-

⁶ В условиях плавающего курса российская экономика демонстрировала большую устойчивость к внешним шокам: меньшее снижение ВВП отмечалось в 2015 году в условиях падения мировых цен на нефть и усиления санкционного давления, в 2020 году – из-за кризиса, вызванного пандемией COVID-19 в мире, а также в 2022 году – из-за введения беспрецедентных по масштабу санкций (по сравнению, например, с периодом глобального финансового кризиса 2008–2009 годов).

⁷ 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 влияет на объем потребительского и инвестиционного спроса в экономике с их стороны.

обходимостью 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 экономики⁸. 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 некоторых случаях механизм его реализации также способствует снижению курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на нефть. В России механизм бюджетного правила был впервые представлен в 2004 году и в последующие годы постепенно совершенствовался. В 2023 году его параметры были вновь модифицированы (см. пункт [«Денежно-кредитная политика и бюджетная политика»](#)).

Для предотвращения реализации рисков для финансовой стабильности в условиях блокировки валютных счетов Банка России и введения санкций в начале 2022 года в России было ограничено свободное трансграничное движение капитала. По мере снижения рисков введенные ограничения смягчались. Сохраняющиеся ограничения носят преимущественно неэкономический и двусторонний характер. Они компенсируют эффект введенных внешних санкций, направленных на стимулирование вывода капитала зарубежных инвесторов из России и запрет на потенциальный приток капитала в будущем.

В условиях плавающего валютного курса Банк России может проводить операции на валютном рынке в целях поддержания финансовой стабильности. При этом, учитывая блокировку части валютных счетов Банка России, проведение данных операций возможно в доступных валютах (юань).

Несмотря на действие мер по контролю за движением капитала, курс рубля остается плавающим. В новых условиях его динамика определяется в большей степени балансом спроса импортеров на иностранную валюту и предложения иностранной валюты со стороны экспортеров. По мере адаптации экономики к введенным внешним санкциям влияние потоков капитала на динамику курса увеличивается. Однако оно остается менее значительным, чем раньше.

Ограничения на движение капитала являются исключительно инструментом политики по поддержанию финансовой стабильности. Теория и практика денежно-кредитной

⁸ 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.

политики в целом подтверждают, что временное использование ограничений на свободу движения капитала, чтобы снизить риски для финансовой стабильности, совместимо со стратегией таргетирования инфляции и режимом плавающего валютного курса. Однако сохранение в течение продолжительного времени масштабных прямых ограничений на свободу движения капитала может иметь негативные долгосрочные последствия для экономики, потенциала ее роста⁹.

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, с помощью которой Банк России формирует денежно-кредитные условия в экономике, которые позволяют поддерживать инфляцию на цели. Комплекс причинно-следственных связей, с помощью которого обеспечивается влияние ключевой ставки на динамику цен, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики (см. Приложение 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России»](#)). Банк России устанавливает процентные ставки по основным операциям по управлению ликвидностью на уровне ключевой ставки¹⁰. Проводя операции по управлению ликвидностью, Банк России стремится обеспечить формирование однодневных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. Это является операционной целью денежно-кредитной политики (см. раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2023 году и 2024–2026 годах»](#)). Изменение краткосрочных ставок денежного рынка влияет на ставки по операциям на более длительный срок. Это, в свою очередь, отражается на динамике ставок по кредитам и депозитам, котировках ценных бумаг и курса рубля. Изменение ценовых параметров в разных сегментах финансового рынка влияет на склонность экономических субъектов к потреблению, сбережению, инвестированию. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, который воздействует на динамику цен.

Введение санкций рядом стран в 2022 году, принятые антикризисные меры, подстройка к ним российской экономики привели к снижению эффективности трансмиссионного механизма. По мере адаптации экономики к введенным ограничениям и принятым мерам эффективность трансмиссионного механизма восстанавливалась. Этот процесс продолжится. При этом до смягчения санкций и ответных ограничений на движение капитала влияние ключевой ставки на курс рубля будет оставаться опосредованным. Если раньше решение по ключевой ставке транслировалось в курс рубля напрямую через стоимость финансовых инструментов, то теперь изменение ключевой ставки сначала влияет на внутренний спрос и уже потом оказывает влияние на курс рубля через динамику импорта.

Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на динамику спроса и цен не сразу, а со временем. По оценкам Банка России, для этого требуется 3–6 кварталов. Это означает, что Банк России на горизонте 1–1,5 года может обеспечить воз-

⁹ Подробнее см. врезку 3 «Ограничения на движение капитала и таргетирование инфляции» в [ОНЕГДКП 2023–2025 гг.](#) ([http://www.cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023\(2024-2025\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023(2024-2025).pdf)).

¹⁰ Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя (процентные ставки по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора) установлены на уровне ключевой ставки. При этом фактическая процентная ставка по итогам аукционов может несколько отклоняться от ключевой ставки в рамках процентного коридора.

вращение инфляции к цели в случае ее отклонения. При этом Банк России выбирает траекторию возврата инфляции к цели в зависимости от складывающейся экономической ситуации.

Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – восемь раз в год в соответствии с заранее утвержденным и опубликованным графиком (см. [«Календарь решений по ключевой ставке в 2024 году»](#)). Резкое существенное изменение ситуации и рост неопределенности ее развития могут потребовать принятия оперативных решений по ключевой ставке¹¹. В этом случае могут проводиться внеочередные заседания Совета директоров Банка России. Принятие решений в соответствии с графиком важно для повышения предсказуемости траектории ключевой ставки.

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 кредиты и не спешат тратить сбережения, поскольку их ожидания относительно долгосрочной реальной процентной ставки остаются неизменными. Таким образом, при заякоренных инфляционных ожиданиях повышение цен выступает фактором сдерживания спроса и тем самым ограничивает рост инфляции в ответ на действие временных проинфляционных факторов. При незаякоренных инфляционных ожиданиях может наблюдаться 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 необхо-

¹¹ 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.

димости. Население может тратить накопления, предполагая, что их покупательная способность снизится. 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 этих 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. При этом для возвращения инфляции к цели будет необходима более существенная реакция денежно-кредитной политики, чем при невысоких и закоренных инфляционных ожиданиях.

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 оказывают на нее опосредованное влияние. Учитывая изменение оценок потенциальных темпов роста российской экономики, оценок мировой нейтральной процентной ставки и страновой премии за риск, Банк России повысил оценку долгосрочной реальной нейтральной процентной ставки для российской экономики на 50 б.п., до 1,5–2,5% годовых. При цели по инфляции вблизи 4% и инфляционных ожиданиях, закрепленных вблизи цели, это соответствует номинальной нейтральной процентной ставке 5,5–6,5% годовых. В период структурной перестройки экономики оценка уровня долгосрочной нейтральной процентной ставки связана с высокой неопределенностью. Банк России будет оценивать воздействие совокупности факторов на уровень нейтральной ставки по мере накопления данных (см. врезку 3 [«Нейтральная процентная ставка»](#)).

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 участники рынка учитывают дополнительные премии за риск. При этом при закрепленных 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 в таких условиях позволяет снизить спрос, вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию – к цели¹². 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 цели¹³.

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 влияет 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. Публикуемые диапазоны средней ключевой ставки не являются границами изменения ключевой ставки. В течение года ключевая ставка может находиться как выше, так и ниже своего среднего за год уровня. 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

¹² В 2021 году после снятия значительной части эпидемических ограничений и с учетом мер поддержки внутренний спрос 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.

¹³ В 2020 году глубокое падение глобальной и российской экономики в результате пандемии коронавирусной инфекции COVID-19 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.

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 макроуровне¹⁴. 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. Такой 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 (см. врезку 6 [«Совершенствование модельного аппарата»](#)).

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. Ее факторами выступают не только 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

¹⁴ 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 (http://www.cbr.ru/dkp/system_p/).

ми модельного инструментария, используемого для построения макроэкономического прогноза. Поэтому Банк России большое внимание 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 нескольких 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. Проведенный в рамках Обзора денежно-кредитной политики анализ показал, что этот подход позволяет проводить оптимальную денежно-кредитную политику, способствующую увеличению общественного благосостояния (см. врезку 1 [«Итоги Обзора денежно-кредитной политики Банка России»](#)).

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 способны 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 Банк России учитывает при подготовке макроэкономического прогноза. 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 (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, в ответ на краткосрочные колебания цен или проявление проинфляционных либо дезинфляционных факторов они существенно не корректируют свои инфляционные ожидания. Если субъекты экономики понимают решения центрального банка и его информационные сигналы, они могут быстро и корректно учитывать их в ожиданиях относительно уровня процентных ставок, при принятии решений о заимство-

ваниях, 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 регулярное проактивное 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 рынка¹⁵.

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. В день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке Банк России публикует пресс-релиз с анализом факторов принятого решения и проводит пресс-конференцию Председателя Банка России, которая транслируется в прямом эфире¹⁶.

Кроме того, четыре раза в год (в феврале, апреле, июле и октябре) вместе с пресс-релизом о ключевой ставке публикуется среднесрочный макроэкономический прогноз. Банк России постепенно расширяет количество показателей, публикуемых в прогнозе. 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 ожиданиях](#), об [основных макроэкономических трендах, о денежно-кредитных условиях и трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики](#), о результатах [мониторинга предприятий](#) (в том числе индикатор бизнес-климата), о [состоянии платежного баланса](#)¹⁷. Помимо оперативных материалов о текущей экономической ситуации, публикуются результаты различных [экономических исследова-](#)

¹⁵ Например, в 2020 году в условиях ухудшения ситуации в мировой и российской экономике из-за пандемии коронавируса Банк России применял дополнительные, более оперативные форматы коммуникации: проводил еженедельные пресс-конференции Председателя Банка России по текущей экономической ситуации, выпускал аналитический обзор «Финансовый пульс», где затрагивались в том числе вопросы денежно-кредитной политики. В условиях введения масштабных санкций в 2022 году в дополнение к традиционным формам коммуникации на официальном сайте Банка России был создан раздел [«Меры защиты финансового рынка»](http://www.cbr.ru/support_measures/) (http://www.cbr.ru/support_measures/), который оперативно обновляется по мере принятия решений. Банк России также запустил свой телеграм-канал.

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

¹⁷ Комментарии публикуются на сайте Банка России в подразделе [«Аналитика»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» (<http://www.cbr.ru/dkp/analytic/>), а также в подразделе [«Макроэкономические бюллетени»](#) раздела «Исследования» (http://www.cbr.ru/ec_research/mb).

[ний](#)¹⁸ 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.

Информационная политика Банка России выстраивается с учетом особенностей и потребностей разных целевых аудиторий. Банк России выбирает наиболее подходящие каналы и инструменты донесения информации, степень сложности и подробности ее раскрытия, формат подачи. Особенно важна адресная коммуникация для формирования ожиданий населения и нефинансового сектора, так как у этих групп, как правило, ниже стимулы и возможности для доступа к специализированной экономической информации и ее анализа, в отличие от профессиональных участников финансовых рынков.

Банк России также ведет работу, направленную на расширение информированности СМИ по вопросам денежно-кредитной политики. С этой целью Банк России разъясняет свои решения по денежно-кредитной политике в ходе пресс-конференций, дает интервью и оперативные комментарии на поступающие запросы СМИ.

Для расширения охвата коммуникации Банк России активно развивает информационную политику в регионах. На официальном сайте Банка России публикуются [профили регионов](#)¹⁹ – 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»](#)²⁰, который готовят территориальные учреждения Банка России. Он содержит статистическую, опросную и аналитическую информацию об экономической ситуации в регионах. 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 с представителями аналитического и научного сообщества, компаниями и банками. Встречи проводятся как на федеральном уровне, так и в регионах. Основная цель этих встреч – рассказать о проводимой денежно-кредитной политике, ответить на вопросы аудитории и получить обратную связь от нее.

Банк России выпускает широкий спектр материалов: от публикаций исследовательского характера до познавательных видеороликов для самой широкой аудитории, в том числе школьников. Общение происходит как в очных формах (встречи и круглые столы, выступления на конференциях и в разнообразных теле- и радиоэфирах – федеральных и региональных, лекции в школах и вузах), так и в дистанционных (конференции, лекции в онлайн-формате). Помимо публикаций в традиционных СМИ, Банк России ведет постоянную информационную и разъяснительную работу в своих ак-

¹⁸ Исследования публикуются в разделе [«Исследования»](#) (http://www.cbr.ru/ec_research/), а также в подразделе [«Обзор денежно-кредитной политики Банка России»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (http://www.cbr.ru/dkp/review_dkp/).

¹⁹ [Профили регионов](#) публикуются на страницах территориальных учреждений Банка России (http://www.cbr.ru/about_br/tubr/).

²⁰ Доклад публикуется в подразделе [«Аналитика»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/dkp/analytic/>).

каунтах в социальных сетях. Сформирован пул финансовых блогеров, которые участвуют в пресс-конференциях Банка России, а также организуют на своих площадках прямые эфиры и обсуждения актуальных тем в сфере денежно-кредитной политики. 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.

Важным направлением работы, способствующим повышению понимания обществом действий Банка России, в том числе в области денежно-кредитной политики, является повышение финансовой грамотности населения. Помимо активного участия во внедрении обучения финансовой грамотности в школах и вузах, Банк России продолжает развивать собственный просветительский ресурс «Финансовая культура» ([fincult.info](#)).

По итогам проведенного Обзора денежно-кредитной политики Банк России планирует развитие информационной политики в следующих направлениях.

- Расширить круг публикуемых показателей макроэкономического прогноза, а также опубликовать код используемых прогнозных эконометрических моделей.
- Начать раскрывать информацию, отражающую детали обсуждения решения по ключевой ставке, в том числе рассматриваемые альтернативные решения и аргументы в их пользу.
- Разработать и использовать постоянный набор показателей устойчивой инфляции для регулярной коммуникации.
- Расширять использование практики «многослойной» коммуникации, когда один и тот же материал адаптируется для разных целевых аудиторий.
- Повышать информированность СМИ и блогеров по вопросам денежно-кредитной политики.
- Продолжать работу по повышению финансовой грамотности населения.

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, к ним относятся 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.

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 на уровне отдельных сегментов 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 трансформацию 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 сектора²¹. 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. Исключение составляют редкие случаи значительного изменения микропруденциального регулирования. Подстройка финансового сектора к таким изменениям может влиять на условия реализации денежно-кредитной политики. Банк России учитывает это влияние при принятии решений, при необходимости может уточнять отдельные параметры операций денежно-кредитной политики.

Решения в области макропруденциальной политики в значительной степени связаны с циклическими колебаниями в финансовом секторе, 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,

²¹ В частности, в 2022–2023 годах 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, распущен буфер капитала и отменены или снижены макропруденциальные надбавки. Это позволило стабилизировать ситуацию. Более подробно о принятых мерах можно прочитать на [сайте Банка России](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/134865/plan_limit.pdf) (http://www.cbr.ru/Content/Document/File/134865/plan_limit.pdf).

в том числе на динамику кредитования и процентные ставки в отдельных сегментах. Поэтому при принятии решений как в области макроprudенциальной политики для ограничения системных рисков, так и в области денежно-кредитной политики Банк России учитывает их взаимное влияние. При этом Банк России не предполагает координировать направленность этих видов политики, сохраняя независимость в их проведении.

На условия реализации 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 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 стабильности²².

Проведенный в рамках Обзора денежно-кредитной политики анализ опыта Банка России в 2014–2022 годах показал, что выработанный подход к проведению денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности позволяет эффективно купировать возникающие финансовые риски и предотвращать их накопление, обеспечивая стабильную работу финансовой системы. 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.

²² Банк России повышал ключевую ставку в целях финансовой стабильности в конце 2014 года и в 2022 году. Повышение ключевой ставки способствовало росту склонности населения к сбережению в рублях и ограничило отток средств из банковского сектора. По мере стабилизации ситуации Банк России поэтапно снижал ключевую ставку. В начале пандемии коронавируса в марте 2020 года Банк России приостановил цикл смягчения денежно-кредитной политики, сохраняя ключевую ставку на неизменном уровне. Данное решение принималось в том числе с учетом рисков для финансовой стабильности в условиях роста неопределенности, а также тенденций на финансовых рынках.

После масштабных изменений 2022 года российский финансовый рынок постепенно адаптируется к работе в новых реалиях, продолжая предоставлять весь спектр услуг гражданам и бизнесу. При этом в условиях отсутствия иностранных участников ликвидность финансового рынка остается ограниченной. Тем не менее эффективность трансмиссии всех каналов, связанных с динамикой цен на финансовом рынке, постепенно восстанавливается, хотя и остается сниженной.

По мере прохождения процесса трансформации экономики финансовый рынок будет меняться, что повлияет на реализацию денежно-кредитной политики. В частности, учитывая введенные ограничения, можно ожидать снижения привлекательности вложений в иностранные ценные бумаги и роста доли российских активов в сбережениях населения. Кроме того, в последние годы наметилась тенденция к увеличению ценных бумаг в сбережениях населения. Развитие этих тенденций приведет к тому, что роль российского рынка капитала в финансировании структурной трансформации увеличится, а эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке в экономику по каналам, связанным с финансовым рынком, может возрасти. Дополнительным важным фактором, который повышает скорость платежей и расчетов, увеличивает доступность финансирования, а значит, повышает эффективность трансмиссионного механизма, будет продолжающаяся цифровизация финансового рынка (см. Приложение 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России»](#)).

Развитию российского финансового рынка будут способствовать совместные меры политики Правительства Российской Федерации и Банка России по развитию финансового рынка. Они подробно освещены в [Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации](#) (см. также Приложение 8 [«Развитие финансового рынка»](#)). Особое значение в среднесрочной перспективе будут иметь меры по усилению роли финансового рынка в трансформации экономики. Так, в июне 2023 года для поддержки кредитования проектов технологического суверенитета и структурной адаптации экономики Банк России ввел стимулирующее регулирование. Банкам с универсальной лицензией предоставлена возможность снизить нагрузку на капитал по целевым кредитам на реализацию таких проектов. Критерии проектов, на которые распространяется новое регулирование, утверждены Правительством Российской Федерации. Внедрение стимулирующего регулирования будет способствовать финансированию наиболее значимых для экономики страны инвестиционных проектов. По оценкам, за счет высвобождения капитала общий прирост потенциала кредитования может составить до 10 трлн рублей.

Для развития рынка капитала и усиления его роли в финансировании трансформации экономики требуется повышение его привлекательности для различных категорий инвесторов и эмитентов. В этих целях для внутренних инвесторов планируется создание нового типа индивидуальных инвестиционных счетов для поощрения долгосрочных инвестиций в ценные бумаги и финансовые инструменты, запуск программы долгосрочных сбережений и развитие института долевого страхования жизни. При этом Банк России ведет работу над комплексом мер, направленных на защиту розничных инвесторов. Для роста привлекательности российского финансового рынка для инвесторов из дружественных стран обеспечены возможность проведения удаленной идентификации для нерезидентов и их допуск к организованным торгам, проводится эксперимент по партнерскому финансированию. Расширение торговых связей и формирование соответствующей инфраструктуры также будут стимулиро-

вать инвесторов из дружественных юрисдикций к выходу на российский финансовый рынок. Немалую роль в развитии рынка капитала может сыграть консалтинговая инфраструктура на площадках тех или иных участников рынка и их объединений. Укрепить доверие к рынку и повысить интерес к нему позволит поэтапный возврат к раскрытию информации компаниями, а также развитие института аудита.

Привлечению розничных инвесторов на рынок будет также способствовать его дальнейшая цифровизация. Среди ключевых мер можно выделить внедрение регулирования Открытых API на финансовом рынке при реализации модели Открытых финансов, развитие Цифрового профиля, Единой биометрической системы. Повышению доступности финансовых услуг и снижению стоимости платежей в экономике будет способствовать введение цифрового рубля. Банк России будет вводить цифровой рубль постепенно. Это даст участникам рынка возможность адаптироваться к новым условиям. 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»](#)).

По мере реализации мер политики по развитию финансового рынка Банк России будет оценивать их влияние на финансовый рынок, денежно-кредитные условия и при необходимости учитывать при принятии решений по денежно-кредитной политике.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

Бюджетная политика оказывает значительное влияние на условия реализации денежно-кредитной политики: ликвидность банковского сектора, курс рубля, 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 частности, увеличение бюджетного импульса ведет к росту совокупного спроса. Если в экономике отсутствуют возможности для удовлетворения возросшего спроса, возникают риски роста инфляционного давления. В этих условиях центральный банк вынужден уменьшить импульс по кредитному каналу на сопоставимую величину, ужесточив денежно-кредитную политику. Это позволяет привести совокупный спрос в соответствие с возможностями экономики, предотвратить ускорение инфляции и ее отклонение от цели. Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут вносить вклад в расширение производственного потенциала экономики и изменение ее структуры. В то же время такое влияние государственных расходов на потенциал реализуется постепенно, в долгосрочном периоде. В краткосрочном периоде данные расходы означают увеличение спроса и могут приводить к усилению инфляционного давления и требовать мер денежно-кредитной политики.

Влияние на ценовую динамику могут оказывать меры налоговой политики. Изменение косвенных налогов, как правило, ведет к разовой подстройке цен и не требу-

ет реакции со стороны денежно-кредитной политики. Однако, если инфляционные ожидания реагируют на изменения в налоговой политике, может требоваться 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 в том числе за счет бюджетного правила. Его наличие снижает неопределенность в экономике и создает бóльшую 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. 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. Предсказуемая бюджетная политика, устойчивость сферы государственных финансов повышают доверие к макроэкономической политике в целом. Как следствие, снижается премия за макроэкономический риск, которая закладывается в процентные ставки и стоимость капитала. Следствием роста доверия к макроэкономической политике становятся также снижение и закоривание инфляционных ожиданий, что дает центральному банку больше гибкости в проведении контрциклической денежно-кредитной политики.

В начале 2023 года бюджетное правило было перезапущено после приостановки в 2022 году. В связи с этим Банк России возобновил проведение операций по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Банк России проводит операции на валютном рынке с юанем, учитывая увеличение его доли в торговых расчетах, рост объемов операций с ним на валютном рынке, а также блокировку валютных счетов Банка России в долларах США и евро. Чтобы минимизировать влияние данных операций на динамику валютного курса, Банк России покупает (продает) иностранную валюту на рынке равномерно в течение каждого торгового дня месяца. Банк России проводит данные операции с учетом уровня ликвидности валютного рынка.

Аналогично тому, как Банк России учитывает решения в области бюджетной политики при реализации денежно-кредитной политики (см. врезку 5 [«Влияние бюджетной политики на экономику и ее параметры в 2023–2026 годах»](#)), 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 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 факторов на стороне предложения на динамику цен, принимаемые федеральными и региональными органами. К таким факторам относятся события, автономные от денежно-кредитной политики, приводящие к несистематическим изменениям предложения (например, неурожай, перебои в поставках товаров, ограничения на ввоз продуктов питания по фитосанитарным причинам). 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 факторов на стороне предложения на инфляцию применяются различные группы инструментов, которые условно делятся 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. Особое значение для поддержания ценовой стабильности имеет установление регулируемых цен и тарифов с учетом цели по инфляции.

При ухудшении внешних условий функционирования экономики могут применяться инструменты второй группы – временного действия. В частности, в настоящее время в условиях введения санкций важное значение приобретают меры, принимаемые для поддержки перестройки российской экономики. К ним относятся меры по облегчению ведения бизнеса, включая оптимизацию административной нагрузки на бизнес, упрощение таможенных, сертификационных, транспортных процедур, ускорение цифровизации, механизм параллельного импорта и программы льготного кредитования отдельных отраслей. Эти меры будут способствовать ослаблению инфляционного давления со стороны факторов предложения, ведущих к снижению выпуска и росту затрат.

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 привести к снижению предложения товаров, выпадающих под ценовое регулирование, сворачиванию производителями инвестиций и ухудшению потребительских настроений.

Банк России внимательно следит за фактическими и планируемыми мерами органов государственной власти, обсуждает их влияние с представителями бизнеса, финансового сообщества и органов власти. Банк России также предоставляет свою экспертизу по анализу рынков товаров и услуг и предлагает меры по решению проблем. На региональном уровне ведется регулярное взаимодействие территориальных учреждений Банка России с местными органами власти. Банк России продолжит оценивать влияние принимаемых мер на экономику, учитывать их при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике (см. Приложение 4 [«Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)).

ВРЕЗКА 1. ИТОГИ ОБЗОРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ

В 2021 году Банк России приступил к проведению [Обзора денежно-кредитной политики](#)¹ – комплексного анализа денежно-кредитной политики за период таргетирования инфляции. Целью Обзора денежно-кредитной политики была оценка эффективности выбранного режима и степени соответствия действующих параметров денежно-кредитной политики меняющимся реалиям.

На первом этапе сотрудники Банка России провели исследовательские работы по шести тематическим блокам:

- Блок 1. Формат цели по инфляции.
- Блок 2. Операционная процедура денежно-кредитной политики.
- Блок 3. Ретроспективная оценка оптимальности денежно-кредитной политики.
- Блок 4. Коммуникация как инструмент денежно-кредитной политики.
- Блок 5. Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность.
- Блок 6. Новые вызовы для денежно-кредитной политики.

Весной 2023 года Банк России провел цикл встреч с экспертным сообществом. На встречах обсуждались предварительные результаты исследований. Впоследствии некоторые исследования были доработаны с учетом полученных замечаний и предложений. В мае 2023 года на сайте Банка России были опубликованы [исследовательские доклады и аналитические записки сотрудников Банка России](#), а также [доклад для общественных консультаций](#), обобщающий результаты этих исследований и анализа.

Учитывая важность информационной открытости для эффективной реализации денежно-кредитной политики, на втором этапе Банк России обсудил полученные результаты исследований с представителями общественных организаций, бизнеса, академического сообщества и органов власти во всех регионах России². Для этого в мае – июне 2023 года на базе главных управлений Банк России провел серию встреч с онлайн-участием всех российских регионов. Это позволило получить более полную картину отношения общества к инфляции и денежно-кредитной политике Банка России. В июле 2023 года результаты исследований обсуждались на [Финансовом конгрессе Банка России](#)³. Итоги обсуждений Обзора денежно-кредитной политики с широкой общественностью будут представлены в отдельном докладе осенью 2023 года.

Выводы исследовательских работ и итоги состоявшихся общественных обсуждений учитывались при подготовке данного документа. При этом дискуссия по Обзору денежно-кредитной политики будет продолжена.

Блок 1. Формат цели по инфляции

Понятие формата цели по инфляции включает ее уровень, форму представления (тип цели), таргетируемый показатель – целевой индекс, горизонт действия. В ходе проведенных исследований были получены следующие выводы относительно основных элементов формата цели.

Уровень. На конец 2021 года сформировался потенциал для снижения уровня цели по инфляции в будущем. На это указывают как результаты модельных оценок для российской экономики, так и анализ факторов выбора уровня цели по инфляции (в том числе в мире).

¹ Информация по Обзору денежно-кредитной политики Банка России, включая исследования и аналитические записки, опубликована в подразделе [«Обзор денежно-кредитной политики Банка России»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (http://www.cbr.ru/dkp/review_dkp/).

² Краткие видеодоклады о встречах в регионах публикуются на странице Банка России в [YouTube](#) (<https://youtube.com/watch?v=bFeyPbNpw0Y&feature=youtu.be>).

³ Записи сессий Финансового конгресса доступны на [его сайте](#) (<http://ifcongress.ru>).

Однако события 2022 года, возросшая неопределенность внешних условий и начавшийся процесс структурной перестройки экономики вносят существенные коррективы в оценку возможности снижения цели на текущем этапе. Поэтому оправданы дополнительный анализ и всестороннее обсуждение возможных сроков этого шага.

Тип. В условиях сохранения повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса, их высокой чувствительности к колебаниям цен на отдельные товары точка является оправданным типом цели, дающим наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики.

Показатель. ИПЦ в качестве показателя для таргетирования инфляции является наилучшим из возможных. Он в наибольшей степени соответствует основным критериям, важным для формирования доверия к показателю: понятная и прозрачная методология расчета, надежность, расчет независимым институтом, оперативная публикация, низкая вероятность пересмотра, длинная история расчетов, соответствие международным стандартам. Недостатками ИПЦ являются его высокая волатильность и чувствительность к влиянию разовых факторов. В то же время использование показателей устойчивой инфляции при анализе динамики цен снижает значимость этих недостатков.

Горизонт. Формулировка «постоянно», которую использует Банк России в связке с уровнем и типом цели, без дополнительных пояснений может восприниматься как избыточно жесткое обязательство: поддерживать инфляцию вблизи 4% в каждый момент времени. При этом любое изменение формулировки горизонта в формате цели по инфляции должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов денежно-кредитной политики.

На основе полученных результатов и состоявшегося обсуждения Банк России принял решение сохранить цель по инфляции вблизи 4%. Цель по инфляции действует на постоянной основе. После стабилизации инфляции вблизи 4% и снижения общей экономической неопределенности Банк России оценит целесообразность и возможные сроки снижения уровня цели по инфляции. Банк России также продолжит обсуждение вопроса снижения уровня цели с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством и Федеральным Собранием Российской Федерации. В случае принятия Банком России решения о снижении цели по инфляции оно будет объявлено заблаговременно, за несколько лет до изменения – для минимизации издержек перехода к новому уровню цели (см. раздел 1 [«Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»](#) и врезку 2 [«Формат цели по инфляции Банка России»](#)).

Блок 2. Операционная процедура денежно-кредитной политики

Анализ показал, что выстроенная Банком России операционная процедура денежно-кредитной политики соответствует мировой практике и учитывает особенности российской экономики, банковского сектора и денежного рынка. Она позволяет управлять ставками МБК при любой ситуации с ликвидностью и эффективно достигать операционной цели денежно-кредитной политики. Ставка RUONIA, являющаяся операционным ориентиром денежно-кредитной политики, формируется вблизи ключевой ставки Банка России. Средний спред ставки RUONIA к ключевой ставке меньше стандартного шага денежно-кредитной политики (0,25 п.п.). Это позволяет Банку России, управляя ставкой RUONIA, воздействовать на остальные ставки в экономике. Резкое изменение предложения ликвидности под влиянием бюджетных потоков и наличных денег в обращении в отдельные периоды может способствовать росту спреда RUONIA к ключевой ставке, но такой эффект ограничен во времени и масштабе.

Банк России продолжит совершенствовать свою операционную процедуру денежно-кредитной политики по мере развития платежной инфраструктуры, структуры банковского и в целом финансового сектора России с учетом передового опыта крупнейших центральных

банков. В настоящее время Банк России проводит трансформацию стандартного механизма предоставления ликвидности в основной и дополнительный механизмы (см. раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2023 и 2024–2026 годах»](#)).

Блок 3. Ретроспективная оценка оптимальности денежно-кредитной политики

Согласно проведенным исследованиям, денежно-кредитную политику в 2015–2021 годах в целом можно охарактеризовать как близкую к оптимальной с точки зрения максимизации общественного благосостояния. В сочетании с бюджетным правилом она способствовала снижению волатильности выпуска и инфляции и, как следствие, увеличивала общественное благосостояние.

Банку России в прошедший период удавалось обеспечивать ценовую стабильность в периоды, когда отсутствовали непредвиденные негативные внешние шоки, и возвращать инфляцию к цели в случае ее отклонения под влиянием подобных факторов. Годовая инфляция снизилась до 4% в 2017 году, за 2017–2021 годы она в среднем составила 4,2%. После скачка в 2022 году инфляция быстро начала снижаться. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики она вернется к цели в 2024 году.

Обеспечивая низкую инфляцию, Банк России создавал необходимые условия для развития российской экономики. В течение достаточно продолжительного периода низкой и стабильной инфляции премия за макроэкономический риск уменьшалась. Снижались инфляционные ожидания. Как следствие, росла доступность заемных средств для компаний и населения. Кредитование экономики в целом увеличивалось с опережением темпа роста номинального ВВП. В прошедший период доверие населения и бизнеса к рублю как к средству сбережения росло, что выражалось в снижении валютизации банковских балансов. В целом выросла устойчивость российской экономики к внешним шокам. Сочетание стратегии таргетирования инфляции (с плавающим курсом) и бюджетного правила во многом обусловило меньшие масштабы падения российской экономики в кризисные периоды (2020, 2022 годы) по сравнению с кризисными периодами в прошлом, до введения таргетирования инфляции и бюджетного правила.

Блок 4. Коммуникация как инструмент денежно-кредитной политики

Как показали исследования, за годы таргетирования инфляции существенно возросла прозрачность проводимой Банком России денежно-кредитной политики, что способствовало росту доверия к ней.

Коммуникация играла важную роль в стабилизации ситуации на финансовых рынках в периоды шоков (2014, 2020, 2022 годы), а также способствовала закориванию ожиданий профессиональных аналитиков на цели вблизи 4%. Вместе с тем важным направлением совершенствования коммуникации с профессиональной средой является повышение предсказуемости решений по ключевой ставке для дальнейшего роста доверия к денежно-кредитной политике.

Основной причиной более низкой предсказуемости решений по денежно-кредитной политике, как показывают исследования, является информационное преимущество Банка России. Оно означает, что, по мнению профессиональных участников рынка, Банк России обладает дополнительной информацией о факторах, влияющих на инфляцию, и/или имеет более точные модели/экспертизу ее прогнозирования. Публикация центральным банком более детальной информации в части модельного и аналитического аппарата, а также деталей обсуждения решений по ключевой ставке может способствовать повышению предсказуемости этих решений.

Требуются подстройка и повышение эффективности коммуникации по денежно-кредитной политике и с широкой аудиторией, в том числе с учетом стремительных изменений медиа-

среды и информационного поля. Согласно исследованиям, информация в пресс-релизе по ключевой ставке и заявлениях Председателя Банка России по итогам принятого решения пока доступна лишь людям с высшим экономическим образованием. Для дальнейшего роста доверия населения необходимо продолжить работу над повышением понимания денежно-кредитной политики. В частности, Банку России необходимо активно работать в сфере повышения финансовой грамотности населения, а также увеличивать доступность (ясность) материалов Банка России. Росту понимания денежно-кредитной политики может также способствовать повышение информированности СМИ и блогеров в этой области.

На основе полученных результатов и состоявшегося обсуждения Банк России принял решение о дальнейшем развитии коммуникации (см. пункт [«Информационная открытость»](#) раздела 1 [«Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»](#)).

Блок 5. Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность

Анализ опыта Банка России в 2014–2022 годах показывает, что выработанный подход к проведению денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности позволяет эффективно купировать возникающие финансовые риски и предотвращать их накопление, обеспечивая стабильную работу финансовой системы. В обычных условиях Банк России разделяет цели и инструменты денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности. Инструменты денежно-кредитной политики, в том числе ключевая ставка, используются для обеспечения ценовой стабильности, а устойчивость финансового сектора обеспечивается с помощью микро- и макропруденциальных инструментов, надзорной деятельности, мероприятий по финансовому оздоровлению. При этом Банк России учитывает взаимное влияние мер и той и другой политики. При существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать инструменты денежно-кредитной политики, в том числе ключевую ставку, для стабилизации ситуации на финансовых рынках и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Опыт Банка России показывает достаточность инструментария денежно-кредитной политики для выполнения функции кредитора последней инстанции. Развитие системы пруденциального регулирования продолжается и происходит в том числе в ответ на изменение ситуации на финансовом рынке.

С учетом полученных результатов Банк России сохраняет подход к взаимодействию денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности (см. раздел 1 [«Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»](#)).

Блок 6. Новые вызовы для денежно-кредитной политики

Сформировавшиеся в последние годы в мировой экономике тренды, такие как деглобализация, декарбонизация, демографические изменения и другие, могут осложнять проведение денежно-кредитной политики в будущем. На российскую экономику дополнительно будут влиять санкции и процесс структурной трансформации. В совокупности это может приводить к тому, что шоки предложения могут случаться чаще, чем в недавней истории. Одновременно будут происходить изменения на стороне спроса. Демографические изменения, развитие «зеленой» экономики, расширение возможностей в финансовой сфере и другие процессы будут приводить к тому, что будет меняться потребительское, сберегательное и инвестиционное поведение. Проведенные исследования указывают на способность режима таргетирования инфляции справляться с различными шоками, в том числе шоками предложения, и создать условия для поступательного развития экономики. Ответственная бюджетная политика является необходимой предпосылкой для эффективного достижения денежно-кредитной политикой цели по инфляции и, как следствие, поддержания экономики на траектории сбалансированного и устойчивого роста.

ВРЕЗКА 2. ФОРМАТ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ БАНКА РОССИИ

Выбор формата цели по инфляции, включая ее уровень, тип¹, горизонт действия и ценовой индекс², – фундаментальный вопрос в рамках стратегии таргетирования инфляции. В то же время определение оптимального³ для национальной экономики целевого ориентира по инфляции представляет весьма сложную задачу. С одной стороны, цель по инфляции должна отражать представления общества о ценовой стабильности и создавать условия для укрепления доверия к денежно-кредитной политике. С другой стороны, она должна быть объективно достижима для центрального банка и учитывать особенности условий проведения денежно-кредитной политики в экономике.

При этом успешность стратегии таргетирования инфляции одновременно зависит и от того, насколько центральный банк последователен в достижении выбранной цели. 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, как следствие, снижать доверие к денежно-кредитной политике. Поэтому на практике центральные банки, как правило, весьма обстоятельно подходят к выбору целевого ориентира по инфляции и его формата (подробнее о выборе целей по инфляции в мире см. в Приложении 6 [«Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления»](#)).

Уровень цели по инфляции

Переходя в 2015 году к режиму таргетирования инфляции, Банк России определил целью денежно-кредитной политики снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе и ее дальнейшее поддержание вблизи этого уровня. Такой целевой ориентир Банк России выбрал с учетом существовавших на тот момент особенностей ценообразования и структуры российской экономики, а также обширного опыта таргетирования инфляции в мире. Так, значение 4% соответствовало медианному уровню цели по инфляции среди СФР, но при этом было несколько выше, чем в странах с более стабильной и предсказуемой макроэкономической средой, успешным многолетним опытом поддержания ценовой стабильности и высоким доверием к монетарным властям, низкими инфляционными ожиданиями. В таких странах цели по инфляции, как правило, устанавливаются в диапазоне от 1 до 3%.

Банк России оценивал, что постоянное поддержание инфляции в России на уровнях ниже 4% может быть затруднительно из-за высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий широкого круга экономических агентов на фоне опыта высокой и волатильной инфляции предыдущих десятилетий; недостаточной развитости рыночных механизмов и невысокой отраслевой диверсификации российской экономики. Кроме того, значение 4% было в целом близко к уровню инфляции в основных странах – торговых партнерах России. Также Банк России исходил из того, что инфляция вблизи 4% будет минимизировать риски возникновения дефляционных тенденций на отдельных товарных рынках.

¹ Форма представления цели по инфляции – в виде точки, точки с диапазоном допустимых отклонений или целевого диапазона.

² Речь идет о показателе, который центральный банк использует для таргетирования инфляции (целевом индексе).

³ В теории оптимальным можно считать такой формат цели по инфляции, который позволяет денежно-кредитной политике минимизировать потери общественного благосостояния от колебаний цен в условиях циклической природы экономики.

Исследования⁴, проведенные в 2021–2023 годах в рамках Обзора денежно-кредитной политики, показали, что выбор Банком России 4% в качестве уровня цели по инфляции на начальном этапе таргетирования инфляции был в целом оправдан. В то же время к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем. В пользу этого свидетельствуют следующие аргументы:

1) За прошедшие годы таргетирования инфляции Банк России сделал значимый шаг вперед в укреплении доверия к проводимой денежно-кредитной политике. Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка закорены на цели по инфляции с 2017 года. В свою очередь, незаякоренность инфляционных ожиданий населения и бизнеса не является препятствием для таргетирования более низких уровней инфляции в экономике, поскольку даже в странах с успешным и продолжительным опытом поддержания ценовой стабильности инфляционные ожидания реального сектора экономики склонны в значительной мере быть адаптивными.

2) О наличии пространства для снижения уровня цели по инфляции свидетельствуют модельные оценки для российской экономики на данных за период 2015–2021 годов. Это касается как оценок на основе откалиброванной для экономики России новокейнсианской DSGE-модели⁵, так и эконометрических оценок на основе международных сопоставлений⁶.

3) Согласно данным опросов⁷, инфляция на уровне 4% и ниже соответствует ощущению «комфортного»⁸ уровня инфляции в восприятии подавляющего большинства российских граждан и предприятий.

4) Более низкий уровень цели по инфляции не будет усиливать риски дефляции в российской экономике. Снижение инфляции за годы таргетирования инфляции сопровождалось и снижением ее дисперсии, уменьшением размаха колебаний относительных цен. Но пространство для дальнейшего уменьшения издержек от ценовых колебаний в российской экономике остается.

5) Проблема эффективной нижней границы ключевой ставки (ELB), как и нулевой границы (ZLB), в современных условиях не представляется значимой для российской экономики в контексте выбора уровня цели по инфляции. Это означает, что в России маловероятно исчерпание пространства для реакции ключевой ставки на дезинфляционные шоки в случае таргетирования более низкой цели.

6) По набору структурных особенностей экономики и степени ее диверсифицированности экономика России не сильно отличается от стран с более низкими уровнями целей, в том числе среди развивающихся экономик.

7) Более низкий уровень цели по инфляции в России в большей степени соответствовал бы уровню целей по инфляции в странах – торговых партнерах России даже с учетом увеличения доли развивающихся экономик в структуре торговли России в результате структурной перестройки.

При этом важно отметить, что установление более низкого уровня цели по инфляции в экономике (при формировании предпосылок для этого) не означает компромисса для

⁴ Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. [Формат цели по инфляции](http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_11.pdf). Банк России. Обобщающая аналитическая записка. 2023 год (http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_11.pdf).

⁵ Глазова А. Оптимальный уровень цели по инфляции, ZLB и равновесная реальная процентная ставка. Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год.

⁶ Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире. Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год.

⁷ [Опросы населения, проводимые ООО «ИНФОМ»](#) (март и октябрь 2022 года, февраль 2023 года); Мониторинг предприятий, проводимый Банком России (февраль и октябрь 2022 года) (http://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/#a_102610).

⁸ «Комфортный» уровень инфляции означает, что колебания цен в экономике перестают оказывать значимое влияние на экономические решения домашних хозяйств и предприятий (как долгосрочные, так и текущие).

денежно-кредитной политики между выпуском и инфляцией в долгосрочной перспективе. Это связано с тем, что в условиях полной гибкости цен, имеющей место в долгосрочном периоде, денежно-кредитная политика не оказывает влияния на динамику реальных переменных, в первую очередь выпуск. Но издержки для экономики потенциально могут возникать на этапе перехода к более низкой цели, то есть в краткосрочном периоде. Минимизировать или полностью исключить такие издержки может заблаговременное объявление о снижении уровня цели (за несколько лет до фактического снижения), которое обеспечит постепенную подстройку инфляционных ожиданий экономических агентов; последовательность самой денежно-кредитной политики в стабилизации инфляции на цели и высокая информационная открытость; тесная координация действий правительства и центрального банка на этапе перехода, включая учет целевого ориентира по инфляции при формировании параметров бюджетной политики.

Вместе с тем на текущем этапе, когда произошло кардинальное изменение внешних условий для российской экономики и продолжается ее структурная перестройка, требуется дополнительная осторожность при рассмотрении вопроса о снижении уровня цели по инфляции. После стабилизации инфляции вблизи 4% и снижения общей экономической неопределенности Банк России оценит целесообразность и возможные сроки снижения уровня цели по инфляции. Банк России также продолжит обсуждение вопроса снижения уровня цели с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством и Федеральным Собранием Российской Федерации. В случае принятия Банком России решения о снижении уровня цели оно будет объявлено заблаговременно (за несколько лет до изменения) для минимизации краткосрочных издержек перехода к новому уровню цели.

Тип цели по инфляции

В качестве типа цели Банк России использует точку. С момента перехода к таргетированию инфляции Банк России обосновывал выбор точки непродолжительным опытом низкой и стабильной инфляции, недостаточным доверием к денежно-кредитной политике и повышенными инфляционными ожиданиями. Среди потенциальных рисков использования типов цели с диапазоном Банк России видел вероятность восприятия верхней границы диапазона как «компромиссной цели», а также вероятность неверного понимания экономическими агентами функции реакции денежно-кредитной политики, которое может приводить к росту волатильности инфляции и процентных ставок. Идею же естественности колебаний инфляции и того, что инфляция не может каждый момент времени находиться ровно на 4%, Банк России транслировал через оговорку «вблизи».

Исследования⁹ в рамках Обзора денежно-кредитной политики показали, что в России отсутствуют предпосылки для изменения типа цели по инфляции. Предыдущие причины выбора точки в целом остаются актуальными, а риски использования типов цели с диапазоном – обоснованными, учитывая особенности условий проведения денежно-кредитной политики.

В академической литературе отсутствуют убедительные основания считать, что типы цели с диапазоном лучше справляются с задачей закоривания инфляционных ожиданий¹⁰.

⁹ Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. [Формат цели по инфляции](http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_1.pdf). Банк России. Обобщающая аналитическая записка. 2023 год (http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_1.pdf).

¹⁰ Хотя на практике центральные банки скорее склонны считать, что типы цели с точкой лучше справляются с этой задачей.

Как показали при этом эконометрические оценки¹¹ на основе международных сопоставлений, в условиях роста волатильности инфляции переход от точки к типу цели с диапазоном нецелесообразен и может иметь негативные эффекты для доверия. Последнее важно в контексте значительных проинфляционных шоков 2021–2022 годов, с которыми столкнулась российская экономика. Кроме того, издержки переключения от одного типа цели к другому могут быть значимыми, поскольку экономические агенты в России в целом адаптировались к действующему типу цели за прошедшие годы таргетирования инфляции. Наконец, высокая открытость Банка России в объяснении логики решений по денежно-кредитной политике и ожидаемой траектории инфляции позволяют и далее использовать тип цели в виде точки. Использование точки также будет способствовать повышению предсказуемости параметров бюджетной политики.

Горизонт действия (или достижения) цели по инфляции

Горизонт действия (или достижения) цели по инфляции – период, на котором денежно-кредитная политика должна обеспечивать стабилизацию инфляции на цели. Для центрального банка важно подчеркивать наличие такого горизонта для формирования доверия к денежно-кредитной политике, учитывая проблему жесткости номинальных заработных плат и цен в краткосрочном периоде, лагов влияния денежно-кредитной политики на инфляцию.

С 2017 года Банк России использовал в качестве полной формулировки цели по инфляции следующую: «вблизи 4% постоянно». Добавление оговорки «постоянно» к уровню и типу цели было призвано подчеркнуть завершение периода дезинфляции 2015–2016 годов и тот факт, что цель «вблизи 4%» действует на постоянной основе, а не на конец календарного года.

С учетом анализа¹², проведенного в рамках Обзора денежно-кредитной политики, Банк России считает целесообразным сохранить акцент на постоянстве действия цели по инфляции, но изложить указание на это отдельно от уровня и типа цели (см. раздел 1 [«Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»](#)). Раздельное указание на горизонт действия цели в совокупности с дополнительными пояснениями его сути позволят улучшить понимание принципов проводимой Банком России денежно-кредитной политики.

Показатель для таргетирования инфляции

Ценовой индекс, таргетируемый центральным банком (целевой индекс), должен соответствовать нескольким фундаментальным критериям, важным с точки зрения укрепления доверия к проводимой денежно-кредитной политике. Во-первых, целевой индекс должен быть прозрачным. То есть методология его расчета должна быть проста и понятна широкой общественности. Во-вторых, целевой индекс должен быть надежным. То есть он не должен вызывать сомнений со стороны экономических агентов с точки зрения точности его расчета на всех этапах: от сбора первичных данных до непосредственного получения оценки. В-третьих, целевой индекс должен быть релевантным. То есть экономические агенты должны реально ориентироваться на него, формируя свои представления об изменении стоимости жизни, принимая решения о потреблении, сбережении и инвестировании, ведя переговоры о заработных платах, формируя бизнес-планы. Наконец, целевой индекс дол-

¹¹ Магжанов Т., Мещеряков А. [Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции?](#) Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_5.pdf).

¹² Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. [Формат цели по инфляции.](#) Банк России. Обобщающая аналитическая записка. 2023 год (http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_1.pdf).

жен удовлетворять и ряду более практических требований: рассчитываться независимым (от центрального банка) институтом; публиковаться часто, оперативно, с низкой вероятностью последующего пересмотра и по возможности иметь длинную историю расчетов; соответствовать общепринятым международным стандартам.

Исследования¹³, проведенные в рамках Обзора денежно-кредитной политики, показали, что общий ИПЦ в наибольшей степени соответствует упомянутым выше критериям. А в мире центральные банки, таргетирующие инфляцию, практически едины в выборе общего ИПЦ в качестве таргетируемого показателя. Проблема же волатильности общего ИПЦ из-за влияния разовых факторов решается за счет реализации гибкого подхода к таргетированию инфляции, когда центральные банки на практике дополнительно анализируют широкий набор показателей устойчивой инфляции, очищенных от влияния разовых факторов.

С учетом проведенного анализа Банк России считает целесообразным сохранить ИПЦ в качестве целевого индекса при одновременном сохранении гибкого подхода к таргетированию инфляции. Банк России также продолжит расширять регулярную практику использования различных устойчивых показателей инфляции в своей официальной коммуникации, в том числе базового ИПЦ.

¹³ Кузьмина З., Плущевская Ю., Жемков М., Мещеряков А., Колосов А., Шемякина К. [Выбор показателя для таргетирования инфляции](http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_6.pdf). Банк России. Аналитическая записка. 2023 год (http://cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_6.pdf).

ВРЕЗКА 3. НЕЙТРАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

В современной макроэкономике нейтральная процентная ставка¹ – 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 (в случае Банка России эта цель – 4% в год).

Нейтральную ставку рассматривают как ориентир, относительно которого следует оценивать направленность денежно-кредитной политики, а также как ориентир среднего уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени².

Реальная нейтральная ставка определяется структурой экономики, уровнем рисков инвестиций в финансовые и нефинансовые активы, а также 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 более активно инвестируют и, соответственно, готовы больше платить за привлечение дополнительного капитала.

2. Демография. Состав населения и динамика его численности – как общей, так и отдельных возрастных групп – влияют на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и норму сбережений. Так, при увеличении доли людей 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.

¹ Понятие «нейтральная ставка процента» впервые употребил шведский экономист Кнут Викаксель 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. Викаксель также рассуждал о том, что изменение текущих ставок процента в экономике относительно их нейтрального уровня может влиять на темпы роста цен. Почти через 100 лет после публикации Викакселя, по мере все большего перехода стран к режиму таргетирования инфляции, разработанная им концепция нейтральной ставки заняла одно из центральных мест в экономической дискуссии.

² 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 ставки в зависимости от влияния циклических факторов (например, внешних условий, текущей деловой активности, мер бюджетной политики). На краткосрочную нейтральную ставку также влияет 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 в настоящее время и как она будет меняться в будущем.

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 (внешняя ставка) с поправкой на страновую премию за риск и премию за волатильность инфляции. Страновая премия характеризует различия в степени восприятия экономическими агентами суверенных кредитных рисков, а также предсказуемости экономических условий в данной стране в сравнении с ключевыми экономиками, 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 надежных оценок этими методами требуются наличие длинных (20–30 лет) рядов данных 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 более грубые и оценивают восприятие финансовыми инвесторами адекватности (с учетом рисков) процентных ставок в конкретной стране по сравнению со ставками в ключевых экономиках. По сути, определяется относительная привлекательность финансовых активов в национальной валюте. В таких оценках явным образом не могут быть учтены индивидуальные особенности данной экономики, поэтому по ним лишь очень 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 очень 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)³ показано, что неопределенность относительно уровня нейтральной ставки для СФР в среднем в два раза выше, чем для стран с развитой экономикой (стандартное отклонение для СФР оценено примерно в 1,4 п.п., в то время как 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 многократно возрастает. Например, во время пандемии COVID-19 центральные банки некоторых стран перестали обновлять оценки нейтральной ставки,

³ Ruch U.F. [Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021](http://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35831/Neutral-Real-Interest-Rates-in-Inflation-Targeting-Emerging-and-Developing-Economies.pdf?sequence=1&isAllowed=y) (<http://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35831/Neutral-Real-Interest-Rates-in-Inflation-Targeting-Emerging-and-Developing-Economies.pdf?sequence=1&isAllowed=y>).

отмечая существенность влияния происходящих шоков на потенциальный ВВП и невозможность надежных оценок в условиях повышенной волатильности⁴. Другие центральные банки указывают на расширение доверительных интервалов и приблизительность публикуемых в настоящее время оценок. В ряде работ⁵ отмечается, что в период больших структурных изменений оценка нейтральной ставки может быть неинформативным показателем для оценки направленности денежно-кредитной политики – стандартные данные по инфляции и финансовым условиям в банках могут сказать больше 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)⁶ – 1,0–3,2% (различные модели), IMF (2019)⁷ – 1–3% (различные модели), Isakov (2019)⁸ – 1,5–2,5% (различные параметры). В работе Дробышевского и др. (2021)⁹ делается вывод о том, что нейтральная ставка для России с 5% в 2016 году последовательно снижалась и достигла уровня 1% в 2020 году. В работе Поршакова, Синякова (2019)¹⁰ представлено 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 имеют диапазон от отрицательных до положительных).

В новых условиях оценка нейтральной ставки на основе прежних моделей и подходов осложняется из-за изменившихся взаимосвязей с внешним миром, включая внешние санкции на финансовый сектор и введенные компенсирующие их ограничения на движение капитала. Глобальные факторы в оценке нейтральной ставки играют меньшую роль, при этом большее значение получает темп потенциального роста, на который влияют скорость накопления факторов производства, рост их производительности и скорость технологического прогресса.

Таким образом, долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки для российской экономики на текущий момент определяется тремя основными факторами. Во-первых, более низкий по сравнению с периодом 2017–2019 годов потенциальный темп роста российской экономики действует в сторону снижения оценки нейтральной ставки. Во-вторых, изменение внешних условий и санкционный режим, ограниченное участие российской экономики в глобальных рынках капитала, рост неопределенности относительно перспек-

⁴ Например, ФРБ Нью-Йорка указывает, что обновление оценок нейтральной ставки по методологии Laubach – Williams и Laubach – Holston – Williams приостановлено с 30 ноября 2020 года.

⁵ См., например, [Neutral interest rates: phantoms worth chasing? Article. ING Think](http://think.ing.com/articles/neutral-interest-rates-phantoms-worth-chasing) (<http://think.ing.com/articles/neutral-interest-rates-phantoms-worth-chasing>).

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

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

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

⁹ Дробышевский С.М., Трунин П.В., Синельникова-Мурылева Е.В., Макеева Н.В., Гребенкина А.М. Оценка реальной нейтральной ставки процента в России в период инфляционного таргетирования. Вопросы экономики. № 9. 2021 год.

¹⁰ 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.

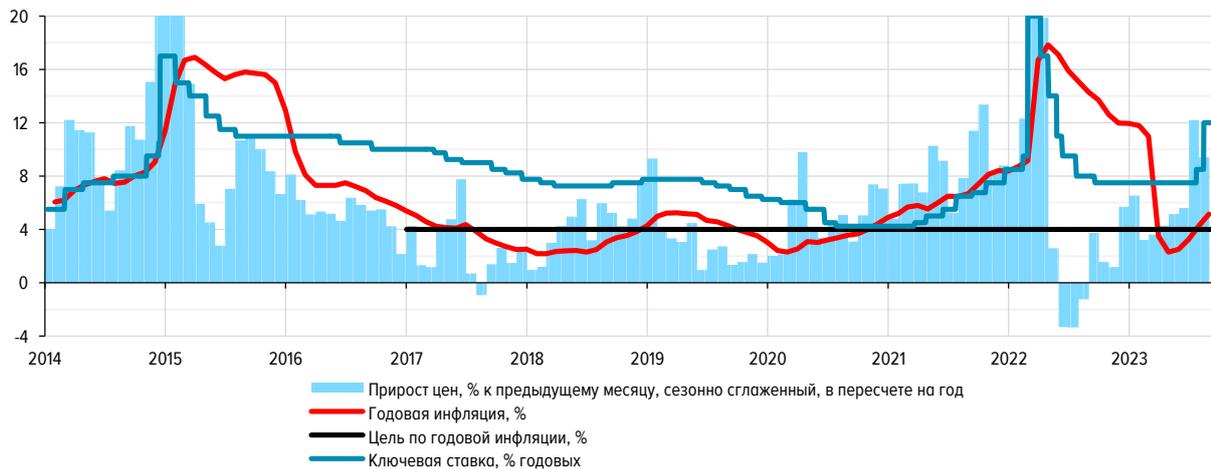
тив бизнес-проектов по сравнению с периодом до 2022 года обуславливают более высокую премию за риск, оказывая повышающее давление на нейтральную ставку. В-третьих, устойчивость внешней инфляции при более высокой траектории ставок денежно-кредитной политики стран с развитой экономикой предполагает более высокую по сравнению с допандемическим периодом внешнюю нейтральную ставку, что оказывает некоторое повышающее влияние на нейтральную ставку и для России. С учетом этих факторов уточненная оценка долгосрочной реальной нейтральной ставки для российской экономики составляет 1,5–2,5% годовых, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует номинальная нейтральная ставка 5,5–6,5% годовых.

Важно заметить, что и этот диапазон является частью более широкого доверительного интервала оценок нейтральной ставки. Банк России будет оценивать совокупное воздействие факторов по мере накопления данных.

2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2022 ГОДА И В 2023 ГОДУ

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И ИНФЛЯЦИЯ

Рис. 2.1



Источники: Росстат, Банк России.

Конец 2022 – первое полугодие 2023 года: сохранение ключевой ставки на уровне 7,5% годовых в условиях постепенного увеличения текущего инфляционного давления с пониженных уровней

Адаптация экономики шла ускоренными темпами. Компании находили новых поставщиков и рынки сбыта, налаживали логистику и расчеты, развивали импортозамещение и параллельный импорт. Продолжалась реализация инвестиционных проектов, в том числе при поддержке государства. Рост доходов населения и ускорение розничного кредитования поддерживали восстановление потребительского спроса. Государственный спрос повышался. В этих условиях постепенно нарастало ценовое давление, в том числе в устойчивой части. При принятии решений по ключевой ставке с конца 2022 года до середины 2023 года Банк России прогнозировал, что по итогам 2023 года инфляция будет несколько выше 4% с учетом подстройки относительных цен, связанной со структурной трансформацией экономики. При этом все решения были направлены на возвращение инфляции к цели в 2024 году.

Годовая инфляция замедлилась с высоких значений до уровней ниже 4%. К концу 2022 года она снизилась до 11,9%, а весной 2023 года опустилась ниже 4% из-за эффекта высокой базы¹. В марте – апреле из расчета показателя годовой инфляции выходили весенние месяцы 2022 года с наиболее высокими темпами роста цен. С мая годовой показатель начал расти с учетом усиления текущего инфляционного давления и выхода из расчета низких месячных значений лета – осени 2022 года. В апреле Банк России прогнозировал, что по итогам 2023 года инфляция будет находиться в диапазоне 4,5–6,5%. Банк России допускал такое превышение цели, учитывая необходимость продолжения структурной трансформации экономики и связанной

¹ Подробнее см. [Статистические таблицы](#).

ОТДЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕКУЩЕГО ЦЕНОВОГО ДАВЛЕНИЯ

Табл. 2.1

	III квартал 2022	IV квартал 2022	I квартал 2023	II квартал 2023
ИПЦ, %, квартал к кварталу SAAR	-0,3	2,8	4,4	5,0
Базовый ИПЦ, %, квартал к кварталу SAAR	0,9	0,7	2,6	5,7

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

с ней подстройки относительных цен. При этом Банк России сохранял приверженность возвращению инфляции к цели в 2024 году. В условиях, когда показатель годовой инфляции в большей мере характеризовал динамику цен в прошлом, Банк России при принятии решений уделял повышенное внимание факторам текущего инфляционного давления.

Текущее инфляционное давление постепенно нарастало с осени 2022 года. Текущие темпы прироста цен перешли в область положительных значений в IV квартале 2022 года, но оставались низкими. В I квартале 2023 года они были вблизи 4% в пересчете на год, а в II квартале превысили этот уровень. При этом устойчивое ценовое давление² в течение первого полугодия 2023 года стабильно нарастало.

Одним из основных факторов ускорения текущих показателей инфляции было восстановление потребительского спроса, которое стало более устойчивым с середины I квартала. Кроме того, хотя инфляционные ожидания населения снизились с пиковых значений, они оставались повышенными в сравнении со значениями тех лет, когда инфляция находилась вблизи цели. Ценовые ожидания бизнеса также находились на высоком уровне, но их динамика оставалась неоднородной. Рост ожиданий в одних отраслях сопровождался снижением в других³. В марте к факторам нарастания ценового давления добавилось ускорение потребительского кредитования.

Восстановление потребительского спроса позволяло компаниям в той или иной степени переносить растущие издержки в конечные цены. Ослабление рубля из-за ухудшения условий внешней торговли также отражалось в ценах. Влияние курсовой динамики на цены в этот период было слабее, чем обычно. Прежде всего это было связано с высоким уровнем запасов по некоторым товарным группам, который компании сформировали ранее, опасаясь проблем с поставками, при более крепком курсе. Запасы высокого урожая 2022 года ограничивали рост цен на продовольствие. Ускорение инфляции также сдерживалось благодаря восстановлению предложения на фоне быстрой адаптации к новым условиям.

Денежно-кредитные условия оставались нейтральными, хотя и несколько смягчились к середине года. Доходности по краткосрочным выпускам ОФЗ формировались вблизи ключевой ставки. Доходности долгосрочных бумаг постепенно увеличивались и с февраля находились на уровне около 11% или чуть выше. Такая динамика отражала сохранение неопределенности, повышенные инфляционные ожидания и увеличение объема госзаймов.

Ставки по кредитам и депозитам подстраивались под доходности ОФЗ и коммуникацию Банка России о дальнейшей траектории ключевой ставки. Они несколько увеличились к концу II квартала 2023 года. При этом весной банки проводили более гиб-

² Подробнее о различных показателях инфляции см. в Приложении 2 [«Показатели инфляции, используемые Банком России»](#).

³ Подробнее см. в Приложении 5 [«Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса»](#).

кую политику в части неценовых условий, активнее предлагая своим клиентам новые кредитные продукты.

Кредитная активность оставалась высокой, особенно в корпоративном сегменте. В условиях перестройки деятельности компании замещали валютные займы в зарубежных и российских банках рублевыми кредитами. Портфель корпоративных кредитов рос двузначными темпами. Кредитные и облигационные займы активно привлекали компании, задействованные в крупных инвестпроектах. Высокий рост кредита, замещение внешнего долга внутренним и конвертация валютных займов в российских банках в рублевые объясняли исторически высокие темпы роста рублевой денежной массы. На них также влияли авансирование госрасходов в конце 2022 года и более раннее исполнение расходов 2023 года.

Восстановление потребительского спроса оставалось сдержанным до середины I квартала. Сохранялась высокая склонность к сбережению. Динамика розничных кредитов была умеренной и неоднородной. В ипотеке сохранялась высокая активность. В потребительском кредитовании она была ниже из-за повышенной осторожности кредиторов и заемщиков и отчасти из-за введенных макропруденциальных мер⁴.

К концу весны благодаря дальнейшему устойчивому улучшению потребительских настроений кредитная активность в розничном сегменте возросла. Это касалось и ипотеки, и необеспеченного потребительского кредитования⁵. Склонность к сбережению постепенно снижалась. При этом положительная динамика притока средств населения в банки сохранялась. Это касалось как текущих счетов, так и долгосрочных депозитов. В общей структуре росла доля рублевых средств. Валютные вклады сокращались за счет перехода к рублевым сбережениям и перевода части средств в иностранные банки. В результате валютизация депозитов населения сократилась более чем в два раза и к середине 2023 года составляла около 10%. В новых условиях рос спрос на деньги и менялась его структура. Более активное использование рублей для сбережений и расчетов стало еще одним фактором высоких темпов роста денежной массы.

Экономика восстанавливалась и ускоренно адаптировалась к изменениям. Снижение ВВП на 2,1% по итогам 2022 года оказалось гораздо оптимистичнее оценок весны прошлого года. В 2023 году ситуация в экономике складывалась лучше, чем было заложено в базовом сценарии [ОНЕГДКП 2023–2025 гг.](#) С учетом более позитивной статистики, пересмотра вверх оценок прошлых периодов, продолжения адаптации экономики и роста расходов бюджета Банк России улучшал прогноз ВВП. В апреле он был повышен до 0,5–2,0%.

Внутренний спрос активно восстанавливался. Он частично замещал внешний спрос, и это стало ключевым структурным изменением. Одним из индикаторов активного восстановления экономики был быстрый рост импорта. Несмотря на сложности

⁴ В частности, установление макропруденциальных лимитов по необеспеченным потребительским кредитам (займам) на I квартал 2023 года (см. [пресс-релиз Банка России от 21.11.2022](#)) и их сохранение в II квартале 2023 года (см. [пресс-релиз Банка России от 20.02.2023](#)).

⁵ Чтобы не допустить накопления соответствующих рисков, Банк России установил более строгие ограничения на кредитование заемщиков с высокой долговой нагрузкой и повысил надбавки к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам (см. [пресс-релиз Банка России от 22.05.2023](#) и [пресс-релиз Банка России от 23.06.2023](#)), а также повысил макропруденциальные требования по ипотечным кредитам и распространил их на льготные кредиты (см. [пресс-релиз Банка России от 20.02.2023](#) и [новость Банка России от 26.05.2023](#)).

с поставками, многим компаниям удалось найти альтернативных поставщиков и наладить параллельный импорт, в том числе инвестиционных товаров.

Вклад бюджетной политики в расширение совокупного спроса возрастал, в том числе за счет госинвестиций. В конце 2022 года Минфин России повысил оценку дефицита бюджета на 2022 год с 0,9 до 2,0% ВВП. В первой половине 2023 года влияние бюджетной политики усиливалось из-за перераспределения части бюджетных расходов на начало года. Банк России в базовом сценарии исходил из среднесрочной траектории расходов федерального бюджета и бюджетной системы, объявленной Минфином России. Все решения в области бюджетной политики учитывались при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Структурные изменения продолжали влиять и на сторону предложения. Динамика выпуска оставалась неоднородной, но в целом бизнес продолжал быстро адаптироваться к новым условиям. Деловая активность росла. Индикатор бизнес-климата Банка России находился вблизи максимальных значений за 10 лет⁶. Развивались производства, ориентированные на внутренние рынки. Продолжался процесс импортозамещения. С конца 2022 года росла загрузка производственных мощностей. При этом ключевым ограничением для дальнейшего расширения предложения оставалась сложная ситуация на рынке труда. Напряжение нарастало, нехватка работников усиливалась. Потребность в рабочей силе росла в том числе из-за появления новых производств в рамках импортозамещения. Безработица продолжала снижаться.

Внешние условия для российской экономики оставались сложными. Геополитическая напряженность и санкционное давление нарастали. Одним из ключевых ограничений для российской внешней торговли в этот период стало введение эмбарго на поставки нефти и потолка цен на нее. Обеспокоенность торговых партнеров России из-за вторичных санкций росла. Кроме того, ситуация в мировой экономике в целом складывалась хуже ожиданий. В частности, экономический рост Китая после активного восстановления в I квартале 2023 года замедлился. Сложности в банковских системах США и Европы ухудшили настроения на мировых финансовых рынках. Риски рецессии мировой экономики несколько усилились.

Под влиянием ожиданий более слабого роста крупнейших экономик ухудшалась конъюнктура большинства рынков российских экспортных товаров, в том числе сырьевых. При этом, несмотря на сложности с их продажей из-за санкций, компании частично перенаправляли поставки на новые рынки сбыта. Динамика экспорта по итогам 2022 года оказалась лучше ожиданий. Однако в I квартале 2023 года стоимостные объемы экспорта начали сокращаться из-за усиления санкций и снижения мировых цен на сырьевые товары.

Банк России оценивал, что внешние условия продолжат влиять на российскую экономику через спрос на экспортные товары, его цены и объемы, но это влияние будет ограничено санкциями.

Проинфляционные риски преобладали над дезинфляционными и продолжали усиливаться. К основным рискам, которые могли повлиять на отклонение инфляции вверх от прогноза, Банк России относил более выраженный эффект от произошедшего ранее ослабления рубля, дальнейшее ужесточение санкционного режима, отклонение нормализации бюджетной политики от объявленной траектории, усиление

⁶ Подробнее см. врезку 4 [«Мониторинг предприятий: использование результатов для целей денежно-кредитной политики»](#).

напряженности на рынке труда, высокие и незаякоренные инфляционные ожидания, а также отставание предложения от растущего спроса.

Дезинфляционные риски были выражены слабее. К ним относились возможное сохранение высокой склонности населения к сбережению, более длительное привыкание потребителей к новой структуре предложения, более выраженные эффекты расширения предложения на отдельных товарных рынках и продолжительное влияние на цены высоких запасов сельхозпродукции.

Решения Банка России по ключевой ставке были направлены на возвращение инфляции к 4% в 2024 году. Учитывая необходимость структурной перестройки экономики и связанную с ней подстройку относительных цен, Банк России прогнозировал превышение цели по инфляции в 2022 и 2023 годах. Апрельский базовый сценарий предполагал, что инфляция будет находиться в диапазоне 4,5–6,5% в 2023 году и вернется к цели в 2024 году. С учетом этого ключевая ставка оставалась на уровне 7,5% годовых с сентября 2022 года по июль 2023 года. При этом Банк России отмечал усиление проинфляционных рисков и нарастание устойчивого ценового давления. В феврале была повышена прогнозная траектория ключевой ставки на 2023 и 2024 годы и ужесточен сигнал о предстоящих решениях. В июне Банк России дополнительно усилил сигнал, допустив возможность повышения ставки на ближайших заседаниях.

Июль – сентябрь 2023 года: повышение ключевой ставки до 13,0% годовых в условиях реализации существенных проинфляционных рисков

По оценке Банка России, к середине 2023 года российская экономика вернулась к докризисным уровням и отклонилась вверх от траектории сбалансированного роста. Растущий спрос превышал возможности расширения предложения. Это значительно усиливало устойчивое инфляционное давление и влияло на ослабление рубля через повышенный спрос на импорт. Банк России отмечал существенное ускорение текущей инфляции, в том числе в ее устойчивых компонентах. Сложившаяся ситуация требовала оперативной реакции со стороны денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к 4% в 2024 году и стабилизации вблизи цели в дальнейшем. В этих условиях Банк России в июле – сентябре повышал ключевую ставку, в том числе на внеочередном заседании в августе. В совокупности она была повышена на 5,5 п.п., до 13,0% годовых. Сентябрьский прогноз также предусматривает более высокую траекторию ключевой ставки для возвращения инфляции к 4% в 2024 году.

Годовая инфляция ускорялась. В июле показатель годовой инфляции составил 4,3%, а в августе вырос до 5,2%. Рост годовой инфляции был связан с нарастанием текущего ценового давления. С учетом этого Банк России дважды повышал прогноз инфляции на 2023 год. Сентябрьский прогноз предполагает ускорение инфляции до 6,0–7,0% к концу 2023 года и возвращение к цели в 2024 году.

Текущее инфляционное давление усиливалось. Текущие темпы прироста цен, в том числе большая часть показателей устойчивой инфляции, еще в июне превысили 4% в пересчете на год. В среднем за июнь – август 2023 года рост цен с поправкой на сезонность ускорился до 9,0% в пересчете на год. Аналогичный показатель базовой инфляции увеличился до 8,4%. Ключевым фактором усиления ценового давления стал устойчивый рост внутреннего спроса, который превышал возможности расширения предложения. Это влияло на рост цен, а также на динамику курса рубля

через повышенный спрос на импорт. В результате ослабление рубля сильнее давило на цены. Кроме того, динамика курса рубля влияла на инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания бизнеса. Они продолжали расти, что, в свою очередь, также ускоряло перенос ослабления рубля в цены.

В результате принятых решений по повышению ключевой ставки денежно-кредитные условия начали ужесточаться, но кредитная активность оставалась высокой во всех сегментах рынка. После внеочередного заседания Совета директоров Банка России в августе существенно выросли краткосрочные доходности, и кривая ОФЗ стала плоской. Это указывало на умеренную жесткость денежно-кредитных условий. Ставки по кредитам и депозитам также увеличились. При этом темпы кредитования оставались высокими, в том числе из-за выдачи банками кредитов на ранее одобренных условиях. Кроме того, влияние решений по ключевой ставке на динамику кредитования несколько снизилось из-за большого объема государственных льготных программ, особенно на рынке ипотеки. Темпы роста корпоративных кредитов в июле обновили десятилетний максимум. Продолжался и активный рост розничного кредитования. Темпы роста ипотеки находились вблизи максимумов последних лет⁷. Необеспеченное потребительское кредитование также продолжало ускоряться⁸. Такая динамика кредитов населению отчасти была связана с увеличением доходов на фоне усиления жесткости на рынке труда и повышением инфляционных ожиданий.

Российская экономика отклонилась вверх от траектории сбалансированного роста. Фаза восстановления завершилась. Внутренний спрос существенно увеличивался. Это происходило за счет расширения частного спроса при сохранении высокого спроса со стороны государства. На повышение потребительского спроса влияли высокие темпы кредитования, рост реальных заработных плат и адаптация населения к новому ассортименту товаров.

Однако на стороне предложения ограничения сохранялись и даже усилились. Внешние торговые и финансовые ограничения сдерживали рост выпуска в отраслях, ориентированных на экспорт. Напротив, в большинстве секторов экономики, ориентированных на внутренний спрос, выпуск достиг докризисных уровней или превысил их. При этом возможности дальнейшего расширения производства были ограничены напряженной ситуацией на рынке труда. Нехватка работников усиливалась. В июле безработица вновь обновила исторический минимум, снизившись до 3,0% с поправкой на сезонность. Ситуацию с нехваткой рабочей силы усугубляли низкая географическая и межотраслевая мобильность персонала. Компании – участники мониторинга Банка России сообщали об исторически высокой загрузке мощностей.

В июле Банк России повысил прогноз роста ВВП на 2023 год до 1,5–2,5% с учетом быстрого восстановления спроса.

Экспорт продолжил снижаться, импорт – расти. На динамику экспорта негативно влияли санкции и замедление темпов роста мировой экономики. В результате снижались цены на товары российского экспорта и сокращались их поставки. При этом спрос на импорт рос из-за общего повышения спроса в экономике. Высокий спрос

⁷ Для ограничения рисков заемщиков и банков Банк России дополнительно повысил макропруденциальные надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам (см. [пресс-релиз Банка России от 28.07.2023](#)).

⁸ Для ограничения роста закредитованности граждан Банк России снова установил более строгие ограничения на кредитование заемщиков с высокой долговой нагрузкой (см. [пресс-релиз Банка России от 31.08.2023](#)).

на импорт и одновременное снижение экспорта стали основной причиной ослабления рубля с начала 2023 года.

Проинфляционные риски существенно усилились в летние месяцы и оставались высокими. Основные риски для базового прогноза инфляции – возможный рост инфляционных ожиданий или их сохранение на повышенных уровнях, а также увеличение разрыва между ростом спроса и возможностями расширения предложения. Банк России связывает рост разрыва с повышенными темпами роста потребительского кредитования и снижением склонности населения к сбережению, а также с дальнейшим обострением дефицита кадров. К проинфляционным рискам также относятся дополнительное расширение дефицита бюджета, ухудшение внешних условий. Дезинфляционные риски связаны с более быстрым замедлением роста внутреннего спроса, а также с более крепким курсом рубля при росте цен на товары российского экспорта или увеличении его физических объемов.

Произошедшие изменения потребовали формирования жестких денежно-кредитных условий в течение продолжительного периода для возвращения инфляции к цели. В июле Банк России повысил ключевую ставку на 1 п.п., до 8,5% годовых. Из-за существенного усиления рисков для ценовой стабильности Банк России продолжил повышение ключевой ставки на внеочередном заседании Совета директоров в августе – на 3,5 п.п., до 12,0% годовых. В сентябре Банк России повысил ключевую ставку еще на 1 п.п., до 13,0% годовых, и дал сигнал об оценке целесообразности ее дальнейшего повышения на ближайших заседаниях. Банк России оценивал, что принятые решения будут способствовать формированию денежно-кредитных условий и динамики внутреннего спроса, необходимых для возвращения инфляции к цели в 2024 году и ее стабилизации вблизи 4% в дальнейшем. В сентябрьском прогнозе Банк России существенно повысил траекторию ключевой ставки и ожидает ее возврата в нейтральный диапазон не ранее 2026 года.

ВРЕЗКА 4.

МОНИТОРИНГ ПРЕДПРИЯТИЙ: ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Банк России, как и многие зарубежные центральные банки, проводит регулярные опросы предприятий нефинансового сектора (мониторинг предприятий), ключевой целью которых является информационно-аналитическая поддержка процесса принятия решений по денежно-кредитной политике. При принятии решений по денежно-кредитной политике результаты мониторинга предприятий помогают Банку России формировать комплексную оценку текущей экономической ситуации и перспектив ее развития с учетом экспертных оценок руководителей около 15 тыс. предприятий промышленности, строительства, транспортировки и хранения, сельского хозяйства, торговли, а также услуг во всех регионах России. На основе ежемесячных ответов предприятий Банк России наблюдает за динамикой деловой и инвестиционной активности как в целом в экономике, так и в разрезе видов экономической деятельности.

За 25 лет проведения Банком России мониторинга предприятий с респондентами были выстроены доверительные отношения. В ходе личных встреч или телефонных переговоров с руководителями предприятий обсуждаются актуальные и узкоотраслевые вопросы. Это дополнительно обеспечивает Банк России уникальной оперативной информацией из первых уст, позволяющей принимать взвешенные решения по денежно-кредитной политике, особенно в периоды турбулентности в экономике, кардинальных изменений на внутреннем и внешнем рынках, а также в условиях некоторых ограничений в доступе к официальной статистике.

Для анализа деловой активности в России используется индикатор бизнес-климата Банка России (ИБК), который включает три показателя:

- сводный индекс (ИБК сводный);
- индекс текущих условий (ИБК текущий);
- индекс ожиданий (ИБК ожиданий).

Сводный ИБК рассчитывается ежемесячно на основе балансов ответов, определенных по ответам руководителей предприятий о фактических и ожидаемых изменениях объемов производства и спроса. Он является опережающим индикатором деловой активности. В большей мере это связано с наличием в показателе ожиданий предприятий по производству и спросу на ближайшие три месяца, а также с более ранней публикацией по сравнению с данными официальной статистики.

Динамика сводного ИБК, как правило, соответствует динамике валового внутреннего продукта (ВВП). При этом в периоды турбулентности и высокой неопределенности опережает на один квартал динамику ВВП.

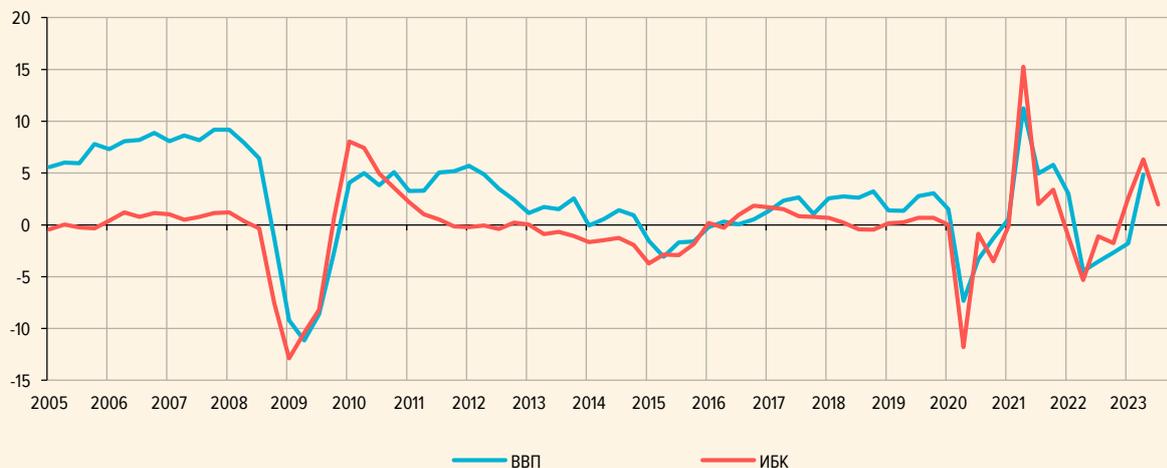
При сравнении динамики ИБК и индекса выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности (ИБВЭД) можно отметить, что ИБК сводный в большинстве случаев раньше, чем официальная статистика, отражает точки перелома (разворота тенденции).

Данные мониторинга в 2023 году подтверждали, что процесс адаптации бизнеса к изменившимся условиям происходит интенсивнее, чем ожидалось. В апреле 2023 года фактический ИБК (сводный) достиг максимума за последнее десятилетие (9,4 п.) и в дальнейшем при разнонаправленной динамике сохранился вблизи максимумов.

Вместе с тем исходя из анализа динамики ИБК (сводного), ВВП и ИБВЭД с высокой долей вероятности можно предположить некоторое замедление расширения деловой активности после достижения максимумов в марте – апреле 2023 года.

ВВП И КВАРТАЛЬНЫЙ ИБК СВОДНЫЙ
(% г/г, к базе 2015 года)

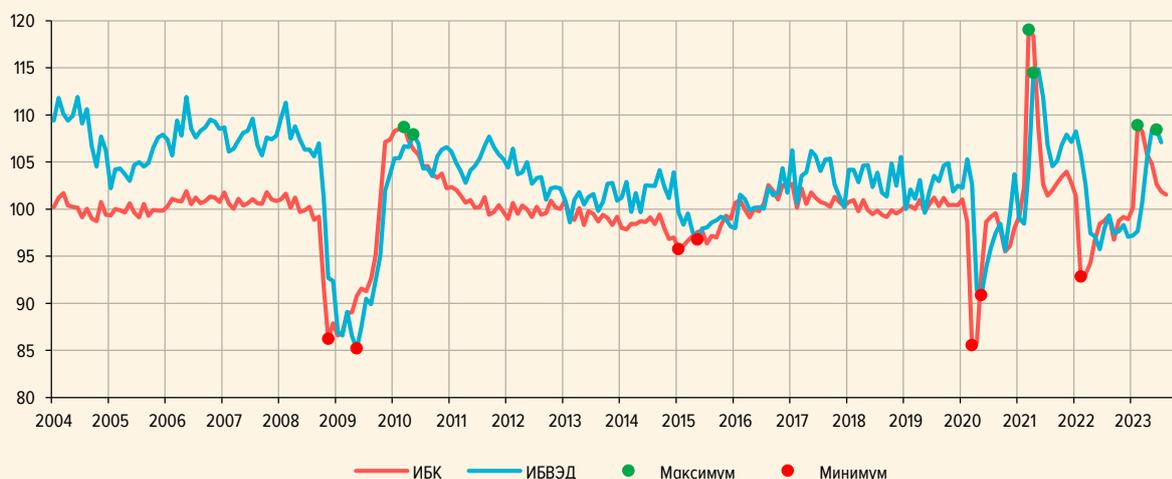
Рис. В-4-1



Примечание. Приведена динамика ВВП (прирост в % к аналогичному кварталу предыдущего года) и ИБК (сводного), пересчитанных в индикатор к базе 2015 года. Для сопоставимости с динамикой ВВП был рассчитан квартальный ИБК как среднее арифметическое за соответствующие три месяца. При расчете использованы подходы, раскрываемые в [аналитической записке А. Кобзева, А. Андреева «Индикаторы деловой активности и инфляции на основе мониторинга»](#), март 2021 года.
Источник: Банк России.

ИБК СВОДНЫЙ (ЭКОНОМИКА ВСЕГО) И ИБВЭД
(% г/г)

Рис. В-4-2



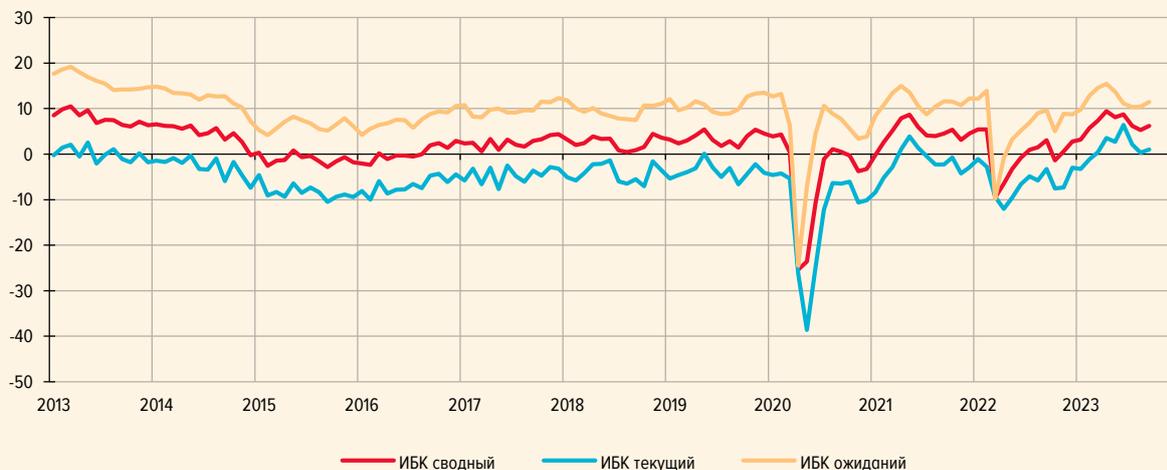
Примечание. Для сопоставимости с динамикой ИБВЭД был рассчитан ИБК как отношение к аналогичному месяцу предыдущего года.
Источник: Банк России.

Драйверами восстановления экономики России в 2023 году остаются промышленные предприятия – в частности, обрабатывающие производства, строительство и оптовая торговля. Несмотря на разнонаправленную динамику ИБК (сводного) с июля 2023 года в указанных отраслях, их значения находятся существенно выше среднего уровня за 2017–2019 годы, период относительной стабильности в экономике.

Как правило, активное наращивание производства в этих видах экономической деятельности обусловлено возросшим спросом на их продукцию в связи с переориентацией на внутренний спрос и интенсификацией процесса импортозамещения. Так, оценки теку-

ИБК БАНКА РОССИИ
(пунктов, SA)

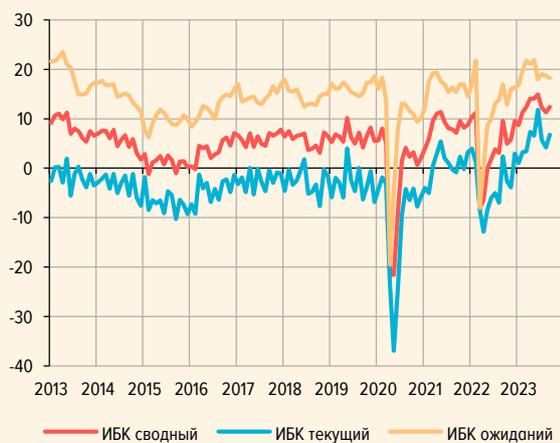
Рис. В-4-3



Источник: Банк России.

ИБК БАНКА РОССИИ
В ОБРАБАТЫВАЮЩИХ ПРОИЗВОДСТВАХ
(пунктов, SA)

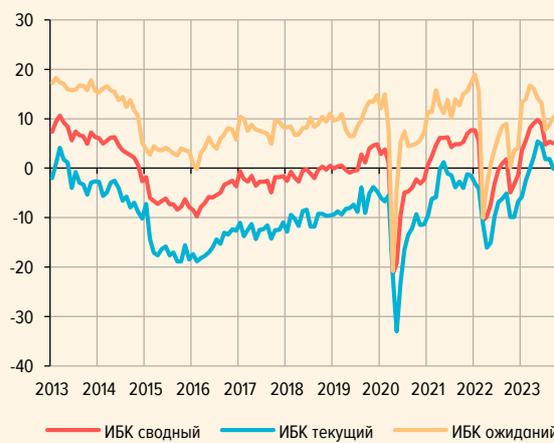
Рис. В-4-4



Источник: Банк России.

ИБК БАНКА РОССИИ
В СТРОИТЕЛЬСТВЕ
(пунктов, SA)

Рис. В-4-5



Источник: Банк России.

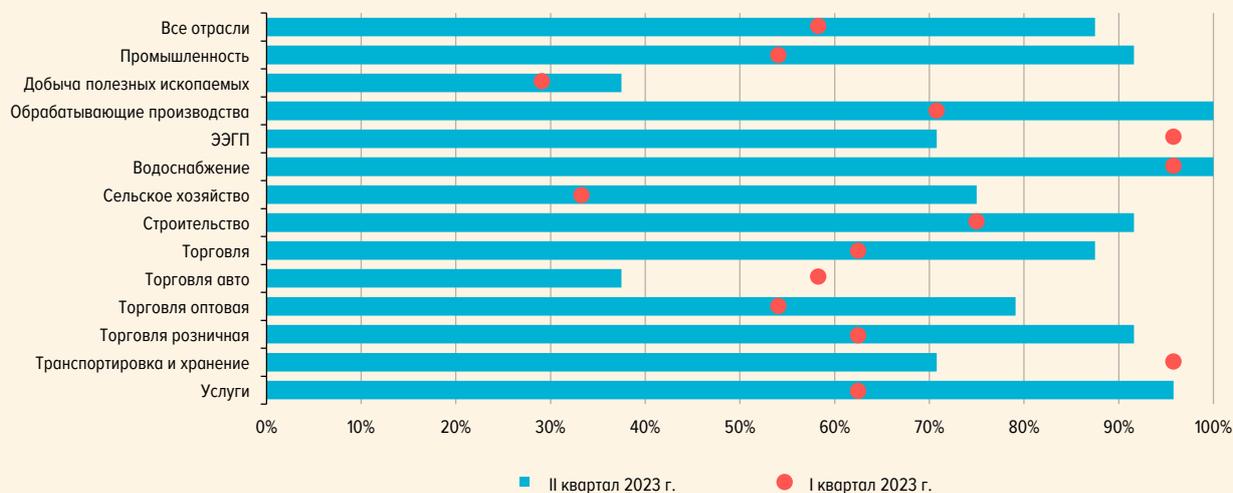
щего спроса в обрабатывающих производствах, производящих потребительские и инвестиционные товары, находятся вблизи максимумов с 2017 года.

В то же время процесс адаптации добывающих предприятий в ответ на беспрецедентное ужесточение санкций проходит сложнее. С июня 2023 года происходит восстановление спроса, при этом ожидания предприятий по производству и спросу всегда оставались позитивными.

Восстанавливалась инвестиционная активность почти во всех основных видах деятельности, наиболее активно – в строительстве, обрабатывающих производствах, водоснабжении, сельском хозяйстве и розничной торговле. Этому способствовал дальнейший рост загрузки производственных мощностей, уровень которой в II квартале 2023 года достиг рекордных значений за всю историю наблюдений – 80,9%. Предприятия продолжили наращивать мощности и модернизировали производство.

ОЦЕНКИ ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (в персентильях относительно распределения значений с 2017 года)

Рис. В-4-6



Примечание. Отображены персентиля показателей за текущий и предыдущий месяцы в распределении, наблюдаемом с января 2017 года по июль 2023 года (для квартальных данных, наблюдаемых с I квартала 2017 года по II квартал 2023 года). Круглым красным маркером обозначен уровень показателя (в персентильях) за предыдущий отчетный период, голубыми столбиками – за текущий отчетный период. Сдвиг показателя влево относительно предыдущей даты означает более низкие значения показателя, вправо – более высокие.

Источник: Банк России.

Дальнейшее расширение производства в ответ на существенно возросший спрос имеет ограничения, в частности со стороны рынка труда. Во многих отраслях усиливается нехватка рабочей силы. Наиболее остро проблему дефицита кадров продолжают испытывать предприятия обрабатывающих производств, сельского хозяйства, водоснабжения, а также транспортировки и хранения. Принимаемые бизнесом меры по решению проблемы дефицита кадров (индексация заработных плат, обучение персонала и так далее) не снижали остроту проблемы нехватки персонала, особенно у предприятий обрабатывающих производств, но создавали дополнительное проинфляционное давление. Поэтому ситуация на рынке труда находится в фокусе повышенного внимания Банка России.

Более гранулярное представление о продолжающейся в 2023 году адаптации экономики к беспрецедентному ужесточению санкций Банк России получал в том числе в ходе оперативных опросов ряда предприятий (поиск новых поставщиков и рынков сбыта, выстраивание новых логистических маршрутов, поиск персонала и другое).

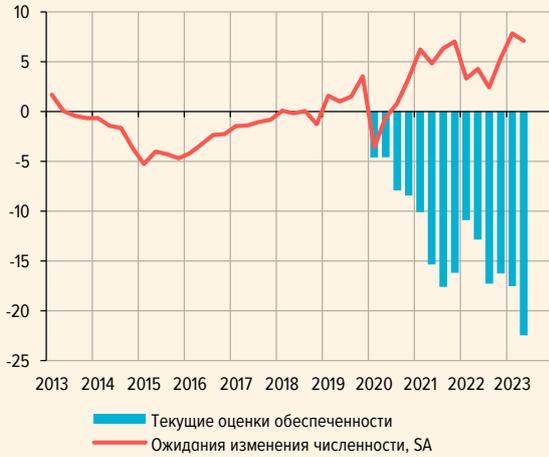
Принимая во внимание данные официальной статистики и мониторинга предприятий по экономической и инвестиционной активности, Банк России в июле уточнил апрельский прогноз по развитию экономики: темп прироста ВВП вместо 0,5–2,0% в 2023 году пересмотрен до 1,5–2,5%. В сентябре указанный прогноз остался без изменений.

При принятии решений по денежно-кредитной политике регулятор также уделяет особое внимание динамике ценовых ожиданий бизнеса. 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 являются важным показателем реакции бизнеса на проводимую денежно-кредитную политику, отражающим направленность и интенсивность происходящих инфляционных процессов¹.

¹ Подробнее о динамике ценовых ожиданий предприятий см. в Приложении 5 «Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса».

ОЦЕНКИ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ РАБОТНИКАМИ И ОЖИДАНИЯ ИЗМЕНЕНИЯ ЧИСЛЕННОСТИ РАБОТНИКОВ (баланс ответов, пунктов) *Рис. В-4-7*



Примечание. Текущие оценки/ожидания в отрицательной области свидетельствуют о преобладании среди респондентов оценок недостаточности персонала / ожиданий снижения численности работников.
 Источник: Банк России.

ОЦЕНКИ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ РАБОТНИКАМИ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (баланс ответов, пунктов) *Рис. В-4-8*



Источник: Банк России.

Наряду с ценовыми ожиданиями предприятий, в регулярные и оперативные опросы входят также темы влияния валютного курса на деятельность компаний, зависимости от импортных комплектующих и прочие факторы, которыми Банк России также руководствуется при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Банк России продолжит использовать данные мониторинга предприятий при подготовке решений по денежно-кредитной политике, учитывая широкий спектр информации и опережающий характер данных, и будет прорабатывать вопрос расширения состава опросных данных, используемых в модельном аппарате Банка России.

3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2023 ГОДУ И 2024–2026 ГОДАХ

В 2022 году российская экономика оказалась в непростых условиях – несколько пакетов санкций, ограничения на расчетно-платежные операции во внешнеторговой деятельности, нарушение привычных логистических цепочек, прекращение поставок целого ряда товаров. Все это сформировало серьезные вызовы как для реального сектора, так и для ценовой и финансовой стабильности. Прогнозы, рассчитанные различными организациями и экспертами, предполагали существенное сокращение экономики в 2022–2023 годах. В базовом сценарии Банка России, опубликованном в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов, ожидалось, что спад, начавшийся в 2022 году, продолжится и в 2023 году. В сценарии «Ускоренная адаптация» предполагалась возможность роста ВВП с темпом, не превышающим 1%.

Меры, принятые Правительством Российской Федерации и Банком России, ограничили размер сокращения экономики и сформировали условия для ее более быстрого восстановления. Предприятия смогли быстро и гибко адаптироваться под новые обстоятельства, перестроить существующие производственные процессы и бизнес-модели. В результате уже в середине 2023 года выпуск, ориентированный на внутренний спрос, в целом превысил докризисный уровень конца 2021 года. Восстановительная фаза роста экономики завершилась. По прогнозу Банка России, рост ВВП в 2023 году может составить 1,5–2,5%. Согласно базовому сценарию, в последующие годы темпы роста будут более умеренными, и к концу прогнозного горизонта российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста.

Хотя базовый сценарий наиболее вероятен, он не предопределен. Его реализация зависит не только от восстановительных и адаптационных процессов внутри страны, но и от внешних условий, которые остаются нестабильными.

С одной стороны, в мировой экономике продолжается процесс постепенной трансформации устоявшегося порядка и связей между странами, сформировавшихся за предыдущие 30–40 лет. Эпоха глобализации, построенная на разделении труда и широкой кооперации, сменяется периодом, в котором страны все в большей степени фокусируются на вопросах соперничества и ограничения доступа конкурентов к своей экономике и технологиям. Вместо единого взаимосвязанного пространства появляются региональные блоки, мир становится все более фрагментированным. Эти процессы негативно влияют на мировую торговлю, существенно ограничивая ее рост.

С другой стороны, пока остаются нерешенными и проблемы, накопленные за время постпандемического восстановления. Инфляция в мире продолжает снижаться, но остается пока заметно выше целевых уровней в большинстве экономик. При этом если в 2021–2022 годах инфляционное давление было повсеместно высоким и центральные банки синхронно ужесточали денежно-кредитную политику, то в 2023 году в денежно-кредитной политике СФР и стран с развитой экономикой все больше расхождений. По сравнению со странами с развитой экономикой в СФР инфляция и инфляционные ожидания сильнее отреагировали на уже реализованное ужесточение денежно-кредитной политики. Поэтому центральные банки СФР в основном оста-

новили повышение ставок. Центральные банки стран с развитой экономикой вынуждены поддерживать жесткую денежно-кредитную политику в течение длительного периода времени. Если инфляция и инфляционные ожидания в этих странах будут сохранять устойчивость перед предпринимаемой денежно-кредитной политикой, то центральным банкам придется еще активнее действовать, чтобы вернуть не только инфляцию к цели, но и доверие к своей политике. В то же время быстрое повышение ставок негативно сказывается на участниках финансового рынка с большим объемом активов, зависимых от процентного риска.

Первый негативный эффект от сильного повышения ставок уже реализовался – некоторые банки США и Европы прекратили свое существование. На текущий момент регуляторам удалось ограничить связанные с этим риски для финансовой стабильности. Однако ужесточение денежно-кредитной политики не завершено. В июле 2023 года ставка ФРС США превысила пиковый уровень, последний раз наблюдавшийся в 2001 году. Процентный риск для участников глобального финансового рынка остается на высоком уровне. Кроме того, ухудшается финансовое положение СФР, накопивших большие объемы долгов в иностранной валюте – с ростом ставок растет стоимость обслуживания долга.

Более медленное по сравнению с ожиданиями возвращение инфляции к целевому уровню в странах с развитой экономикой говорит о том, что неопределенность относительно будущей траектории ставок, а также времени, которое необходимо для полного проявления всех эффектов на экономику и финансовую систему, сохраняется. Определить точную границу, после которой может начаться повсеместная реализация процентного риска, вряд ли возможно – а значит, развитие масштабного финансового кризиса нельзя исключать.

Учитывая сложные внешние условия, Банк России, помимо базового сценария, подготовил два альтернативных варианта развития российской экономики на среднесрочном горизонте – в зависимости от композиции и интенсивности шоков, с которыми она может столкнуться.

СЦЕНАРНЫЕ ВАРИАНТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Рис. 3.1



- В сценарии «**Усиление фрагментации**» предполагается, что тенденции деглобализации нарастают. Страны все больше делятся на блоки, все больше производств перемещают обратно на свою территорию или в дружественные и географически близкие страны. Для российской экономики, помимо ухудшений условий торговли в целом, это также означает вероятное усиление санкционного давления.
- В сценарии «**Рисковый**» собирается весь комплекс неблагоприятных внешних условий. Устойчивость инфляционного давления и стремление сохранить доверие к своей политике заставляют центральные банки стран с развитой экономикой ужесточать денежно-кредитную политику сильнее. Дальнейшее быстрое повышение процентных ставок приводит к усилению давления на балансы финансовых организаций и в конечном итоге к финансовому кризису в мире. При этом процессы деглобализации в этом сценарии также нарастают. Реализация процентного риска для финансового сектора и для глобальных заемщиков происходит в условиях разделения стран на региональные блоки, что только усиливает кризис. Для российской экономики в этом сценарии также вероятно усиление санкционного давления.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ ПРОГНОЗНЫХ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ

Табл. 3.1

	2021	2022	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)	2025 (прогноз)	2026 (прогноз)
ВВП, мир, % г/г						
Базовый	6,1	3,4	3,1	3	2,7	2,6
Усиление фрагментации	6,1	3,4	3,1	2,6	2,4	2,3
Рисковый	6,1	3,4	3,1	0,9	0,8	3,4
ВВП, США, % г/г						
Базовый	5,7	2,1	2,1	1,3	1,2	1,4
Усиление фрагментации	5,7	2,1	2,1	0,9	0,9	1,1
Рисковый	5,7	2,1	2,1	-1,9	-1,8	3,4
ВВП, еврозона, % г/г						
Базовый	5,3	3,4	0,6	1,2	1,0	1,1
Усиление фрагментации	5,3	3,4	0,5	0,8	0,7	0,8
Рисковый	5,3	3,4	0,5	-0,9	-1	1,6
ВВП, Китай, % г/г						
Базовый	8,6	3,1	5	5,3	5	4,6
Усиление фрагментации	8,6	3,1	5	4,9	4,7	4,3
Рисковый	8,6	3,1	5	4	3,7	4,7
Инфляция в США*, %, декабрь к декабрю предыдущего года						
Базовый	5	4,6	3,7	3,1	2,7	2,4
Усиление фрагментации	5	4,6	3,7	3,1	2,7	2,4
Рисковый	5	4,6	3,7	2,7	1,6	1,4
Инфляция в еврозоне*, %, декабрь к декабрю предыдущего года						
Базовый	2,6	5,2	4,5	3,5	2,9	2,5
Усиление фрагментации	2,6	5,2	4,5	3,5	2,9	2,6
Рисковый	2,6	5,2	4,5	3,5	1,6	1,5
Ставка ФРС США**, %, на конец года						
Базовый	0,25	3,84	5,3	5,2	4,7	4,2
Усиление фрагментации	0,25	3,84	5,3	5,1	4,7	4,2
Рисковый	0,25	3,84	5,3	1,5	0,2	0,6
Ставка ЕЦБ**, %, на конец года						
Базовый	-0,5	1,4	4	4,5	4,3	3,8
Усиление фрагментации	-0,5	1,4	4	4,6	4,3	3,8
Рисковый	-0,5	1,4	4	2,8	0,8	0,6

* Базовая инфляция (Core PCE) в США. Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

** Ставка ФРС США (Fed Funds Target Rate), верхняя граница, среднее за IV квартал. Ставка ЕЦБ, депозитная (ECB Deposit Facility Rate), среднее за IV квартал.
Источники: данные национальных статистических агентств, ФРС США, ЕЦБ, расчеты Банка России.

Более благоприятный сценарий по сравнению с базовым также возможен. Например, в случае значимого улучшения внешних условий или увеличения темпов роста производительности труда в результате структурной трансформации потенциальный темп роста российской экономики может ускориться. Тогда темпы экономического роста в 2024–2026 годах могут быть выше, а инфляционное давление ниже, что позволит Банку России в 2024–2025 годах проводить денежно-кредитную политику с меньшим уровнем ключевой ставки по сравнению с базовым сценарием и быстрее вернуть ее в нейтральную область.

Вместе с тем в текущих условиях при существенном преобладании проинфляционных рисков и сохранении значимых рисков со стороны внешних условий представляется более важным обратить внимание на сценарии, которые потребуют от денежно-кредитной политики Банка России более решительных действий для возвращения инфляции к 4% и ее стабилизации на этом уровне.

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

БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

В базовом сценарии мировая экономика продолжает развиваться в рамках текущих трендов и в отсутствие новых шоков.

Инфляционное давление в мире постепенно снижается. Значимые факторы нисходящей ценовой динамики – снижение цен на энергоносители и продовольствие, а также окончательное разрешение всех логистических сложностей, накопленных за время пандемических ограничений. Тем не менее прирост общего индекса потребительских цен в большинстве стран пока остается заметно выше целевых уровней. Кроме того, базовая инфляция и повышенные инфляционные ожидания во многих странах оказываются более устойчивыми к повышению ставок и снижаются медленнее прогнозов. Одновременно риски для финансовой стабильности со стороны банковского сектора развитых стран пока удается ограничивать. В совокупности это означает, что траектория ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах будет более высокой, а нормализация политики – более длительной, чем предполагалось ранее.

На текущий момент экономическая активность в мире оказалась достаточно устойчива к ужесточению ставок денежно-кредитной политики крупнейшими странами – итоги первого полугодия 2023 года в целом в мире оказались несколько выше ожиданий. Однако рост экономической активности в мире замедляется. Сказывается как реализовавшееся ужесточение ДКУ, так и окончание периода постпандемического восстановительного роста. Наиболее заметно замедление в Китае, экономическая активность которого по итогам II квартала оказалась хуже ожиданий.

Цены на товарных рынках с начала года меняются разнонаправленно. На большинстве товарных рынков в II–III кварталах наблюдается нисходящая динамика на фоне опасений относительно замедления мирового экономического роста. В то же время цены на нефть растут начиная с июня в связи с усилившимся дефицитом на рынке и снижением запасов, а также вследствие решений ОПЕК+. Уголь и газ начали доро-

жать ближе к концу лета из-за угрозы снижения поставок из Австралии. При этом товары российского экспорта на мировом рынке продолжают продаваться с дисконтом.

Базовый сценарий не предполагает значимого изменения геополитических условий до конца прогнозного горизонта. Введенные внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте сохраняются.

Прогноз платежного баланса

Мировая конъюнктура. Банк России предполагает, что цена на нефть марки Urals сложится на уровне 60 долл. США за баррель в 2023–2024 годах и 55 долл. США за баррель в 2025–2026 годах. При этом фактическая экспортная цена российской нефти будет несколько выше с учетом более высоких цен на другие экспортные сорта. Цены на газ в 2024 году останутся на уровне выше среднего за период 2015–2021 годов из-за роста спроса при стабильной добыче, однако в 2025–2026 годах снижение цен возобновится благодаря вводу в эксплуатацию дополнительных мощностей большого объема. Цены на остальные товары российского экспорта в 2023 году будут ниже повышенных уровней 2022 года. В следующие годы ожидается нормализация динамики, что подразумевает небольшой рост цен.

Экспорт. В динамике экспорта в первом полугодии 2023 года наблюдался нисходящий тренд после рекордно высоких стоимостных объемов 2022 года. В прогнозе учитывается фактическая динамика по объему поставок газа с начала 2023 года, а также решение Российской Федерации о добровольном сокращении экспорта нефти. С учетом текущей и прогнозной динамики цен на газ, а также ненефтегазового экспорта товаров и экспорта услуг стоимостный объем совокупного экспорта на всем прогнозном горизонте сложится ниже высоких уровней 2021–2022 годов, но при этом вблизи уровней 2018–2019 годов.

Импорт. Динамика импорта в первом полугодии 2023 года отражала растущий внутренний спрос, которому способствовали адаптация потребителей к новому ассортименту и рост доходов. Начиная со второго полугодия 2023 года сдерживающее влияние на рост импорта будут оказывать произошедшее ослабление рубля и более высокие процентные ставки в экономике. К концу прогнозного горизонта стоимостные объемы импорта увеличатся, отражая постепенное возвращение экономики на траекторию сбалансированного роста и соответствующее увеличение внутреннего спроса. В то же время из-за санкционных ограничений отношение импорта к ВВП останется ниже, чем в среднем до 2022 года.

Счет текущих операций. Положительное сальдо счета текущих операций сузится с 236 млрд долл. США (исторического максимума) в 2022 году до 45 млрд долл. США в 2023 году за счет сжатия экспорта при восстановлении импорта. В 2024 году профицит счета текущих операций расширится, в значительной степени из-за сокращения импорта. В последующие годы профицит будет постепенно снижаться – увеличение импорта будет происходить более быстрыми темпами, чем увеличение экспорта.

Прогноз основных макроэкономических показателей

ВВП. К середине 2023 года выпуск, ориентированный на внутренний спрос, в целом превысил докризисный уровень конца 2021 года. Восстановительная фаза роста экономики завершилась. С учетом фактических данных за первое полугодие 2023 года Банк России прогнозирует, что темп прироста ВВП в 2023 году составит 1,5–2,5%.

Прогноз отражает изменение структуры роста в 2023 году – более значительно по сравнению с ожиданиями снижения экспорта при более сильном внутреннем спросе. В 2024–2025 годах темпы роста будут более умеренными. В 2026 году российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста 1,5–2,5%.

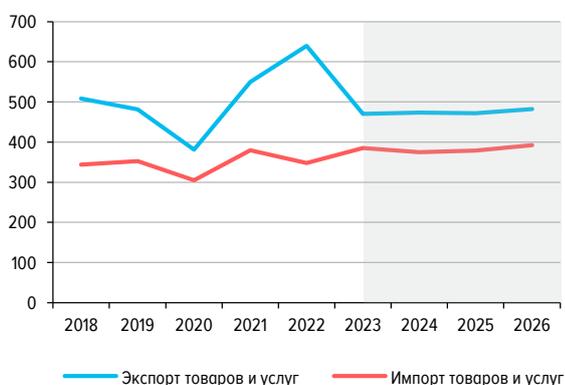
Расширение экономической активности в 2023 году будет в значительной степени обеспечено внутренним спросом. В последующие годы вклад экспорта немного повысится, однако в целом его относительная значимость будет оставаться меньше, чем это было в исторической ретроспективе.

Расходы на конечное потребление. Потребление домохозяйств в первом полугодии 2023 года сложилось на высоком уровне, оперативные данные по потребительской активности указывают на продолжение тенденции в III квартале. Уровень IV квартала 2021 года был достигнут на рубеже I–II кварталов 2023 года. По итогам года темп прироста потребления домохозяйств сложится в диапазоне 6,5–8,5%. В 2024 году с учетом более высоких ставок в экономике будут преобладать сберегательные настроения – темп прироста потребления домашних хозяйств снизится на 0,5–1,5%. В последующие годы спрос домохозяйств будет постепенно увеличиваться, к концу прогнозного горизонта вернется на темпы, соответствующие траектории сбалансированного роста экономики. Потребление сектора государственного управления, высокое в 2023 году, будет давать значительно меньший вклад в 2024–2025 годах в силу проводимой нормализации бюджетной политики. В 2026 году вклад совокупного потребления и его компонентов вернется на уровень, соответствующий сбалансированному росту экономики.

Валовое накопление. Инвестиции демонстрируют устойчиво растущую динамику с середины 2020 года. Загрузка мощностей остается вблизи исторически максимальных уровней. Ожидания предприятий, по данным опроса Банка России, после некоторого ухудшения в июле – августе в сентябре вновь улучшились. В целом в 2023 году вклад инвестиций расширяется – помимо роста частных инвестиций, этому способствует и размещение средств ФНБ в инфраструктурные проекты внутри экономики России. Кроме того, заметный положительный вклад в выпуск продолжают вносить

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

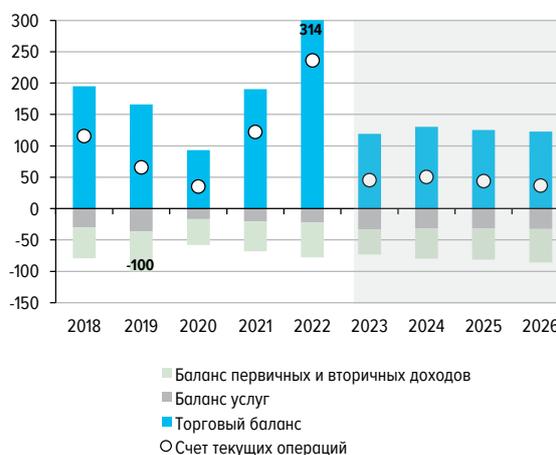
Рис. 3.2



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.3



Источник: расчеты Банка России.

крупные инвестиционные проекты, главным образом компаний с государственным участием. В 2024–2025 годах по мере нормализации бюджетной политики бюджетный импульс будет ослабевать и вклад государственных инвестиций сократится, что скажется на динамике общего показателя. К концу прогнозного горизонта вклад инвестиций стабилизируется и будет обеспечиваться преимущественно частным сектором.

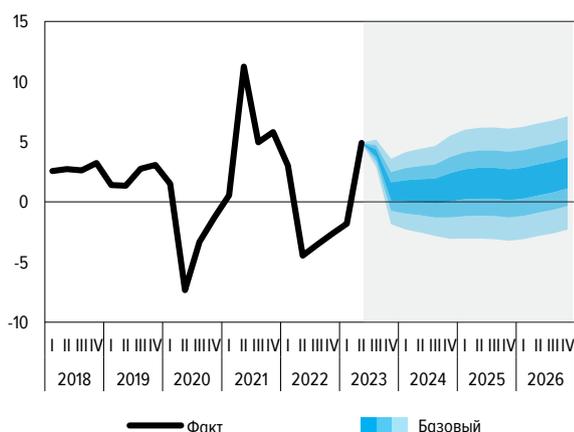
Экспорт. По сравнению с 2022 годом в первой половине 2023 года темп сокращения физических объемов экспорта замедлился, при этом оставаясь значительным. По итогам 2023 года сокращение экспорта может составить 7–10%. В последующие годы темп прироста экспорта будет постепенно увеличиваться и к концу прогнозного горизонта достигнет значений, соответствующих траектории сбалансированного роста экономики с учетом ее более внутренне ориентированной структуры.

Импорт. Темп прироста импорта определяется динамикой внутреннего спроса и относительными ценами импортных товаров и услуг по сравнению с отечественными. После существенного роста в 2023 году вместе с расширившимся потреблением домохозяйств, в 2024 году импорт снизится – скажется не только замедление спроса, но и переключение на отечественные товары из-за роста цен на импортную продукцию по мере увеличения эффектов переноса произошедшего в 2023 году ослабления рубля. Это, в свою очередь, окажет поддержку выпуску. К 2026 году экспорт и импорт вернуться на долгосрочно устойчивые уровни, а их вклад будет соответствовать сбалансированному росту экономики.

Инфляция. В конце первой половины 2023 года рост инфляционного давления стал проявляться по все более широкому кругу товаров и услуг. В августе – сентябре текущее инфляционное давление усилилось, в том числе из-за переноса в цены произошедшего ослабления рубля. По оценке на 11 сентября годовая инфляция ускори-

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

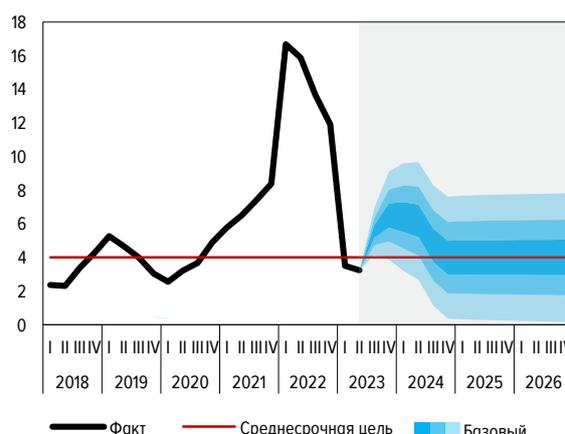
Рис. 3.4



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределённости темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значение 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. И 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 вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределённости инфляции. При выполнении предпосылок сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значение 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. И в оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом. Источник: расчеты Банка России.

лась до 5,5% после 4,3% в июле и 5,2% в августе. В среднем за июнь – август рост цен с поправкой на сезонность составил 9,0% в пересчете на год. Аналогичный показатель базовой инфляции увеличился до 8,4%¹.

Основной фактор повышения инфляции – существенно более быстрый по сравнению с ожиданиями рост внутреннего спроса, превышающий возможности расширения предложения. Значимым фактором ускорения инфляции стало ослабление рубля, произошедшее вследствие роста спроса на импорт при продолжающемся снижении экспорта.

Повышенные инфляционные ожидания усиливают перенос ослабления рубля в цены. Особенно сильно за июнь – август увеличились ценовые ожидания предприятий. Инфляционные ожидания населения также выросли.

По итогам 2023 года инфляция сложится в диапазоне 6,0–7,0%. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика ограничит масштаб отклонения инфляции вверх от цели и направлена на возвращение инфляции к 4% в 2024 году. С учетом проводимой денежно-кредитной политики и при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом годовая инфляция вернется к 4% в 2024 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

Прогноз денежно-кредитных показателей

Ключевая ставка. На среднесрочном горизонте проинфляционные риски остаются существенными. Для устойчивого снижения инфляции и инфляционных ожиданий и закрепления инфляции на целевом уровне необходимо поддержание ключевой ставки на повышенном уровне в течение достаточно продолжительного времени. Средняя ключевая ставка в 2023 году составит 9,6–9,7%, в 2024 году сложится в диапазоне 11,5–12,5% и к концу прогнозного горизонта вернется в нейтральную область.

Требования банковской системы к экономике. Прогноз темпов роста требований к экономике в 2023 году предполагает высокую кредитную активность как для розничного, так и для корпоративного сегмента рынка. Наибольший вклад в динамику кредитования населения обеспечивают ипотечные кредиты, объем выдач которых в 2023 году может обновить исторический максимум. Но и в других сегментах розничного кредитного рынка возможно умеренное оживление. В 2024 году с учетом действия денежно-кредитной политики и более высокой сберегательной активности домохозяйств темпы роста кредитования замедлятся до 7–12%. В 2025–2026 годах темп роста требований к экономике стабилизируется на уровне, соответствующем траектории сбалансированного роста.

Денежная масса. Рост денежной массы в национальном определении (M2) в 2023 году будет поддержан как более высокими темпами кредитования, так и сохранением стимулирующей бюджетной политики и продолжающимся перетоком средств с валютных депозитов в рублевые. В то же время влияние этих факторов будет частично ограничиваться слабой динамикой чистых иностранных активов вследствие относительно низкого профицита счета текущих операций. В результате рост M2 в 2023 году сложится в диапазоне 18–22%. В 2024–2025 годах вклад бюджетных операций в динамику денежного предложения будет постепенно снижаться, основ-

¹ Подробнее о динамике инфляции в августе см. в информационно-аналитическом комментарии «Динамика потребительских цен», № 8 (92), август 2023 года (http://cbr.ru/Collection/Collection/File/46332/CPD_2023-8.pdf).

ной вклад в рост денежной массы будут вносить требования к экономике. По мере исчерпания потенциала перетока средств с валютных депозитов в рублевые темпы роста M2 и широкой денежной массы (M2X) сближаются.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 3.2

	2021 (факт)	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	8,4	11,9	6,0–7,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,7	13,8	5,5–5,9	5,0–5,6	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	5,7	10,6	9,6–9,7*	11,5–12,5	7,0–8,0	5,5–6,5
Валовой внутренний продукт	5,6	-2,1	1,5–2,5	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,8	-2,7	0,5–2,0	0,5–2,0	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	8,0	-0,3	7,5–9,5	0,0–1,0	0,5–1,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	10,0	-1,4	6,5–8,5	(-1,5) – (-0,5)	0,5–1,5	1,5–2,5
Валовое накопление	14,1	-4,9	3,5–6,5	(-2,5) – (-0,5)	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	9,1	3,3	2,0–5,0	0,0–2,0	0,0–2,0	1,0–3,0
Экспорт	3,3	-13,9	(-10,0) – (-7,0)	0,0–2,0	1,5–3,5	1,0–3,0
Импорт	19,1	-15,0	12,5–15,5	(-7,0) – (-5,0)	(-1,5) – (+0,5)	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	13,0	24,4	18–22	8–13	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	13,9	12,0	14–18	7–12	8–13	8–13
– к организациям	10,7	13,2	14–18	7–12	8–13	8–13
– к населению, в том числе:	22,0	9,4	15–19	7–12	8–13	8–13
– ипотечные жилищные кредиты	26,7	17,7	17–21	9–14	10–15	10–15
Показатели платежного баланса*** (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	122	236	45	50	44	37
Торговый баланс	190	314	119	130	125	123
Экспорт	494	591	427	429	426	435
Импорт	304	277	308	299	301	312
Баланс услуг	-20	-23	-33	-31	-31	-33
Экспорт	56	49	43	45	46	48
Импорт	76	71	76	76	78	80
Баланс первичных и вторичных доходов	-48	-55	-40	-49	-50	-53
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	122	231	45	50	44	37
Сальдо финансового счета (исключая резервные активы)	59	238	51	35	38	39
Чистое принятие обязательств	38	-131	11	23	20	20
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	97	106	62	59	58	58
Чистые ошибки и пропуски	0	-1	-4	0	0	0
Изменение резервных активов	64	-7	-10	15	6	-2
Цена нефти Urals, в среднем за год, долл. США за баррель	69	76	60	60	55	55

* С учетом того что с 1 января по 17 сентября 2023 года средняя ключевая ставка равна 8,2%, с 18 сентября до конца 2023 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 13,0–13,6%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](http://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) (http://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.

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ СЦЕНАРИИ

Сценарий «Усиление фрагментации»

Тенденция к деглобализации начала проявляться еще в 2018–2019 годах вместе с торговыми спорами и противоречиями. В 2022 году оникратно усилились на фоне роста геополитического напряжения. Страны все в большей степени стремятся локализовать производства на своих территориях, все больше стремятся заменить принцип партнерства на основе экономических соображений (таких, например, как оптимизация затрат) на критерии географической близости и дружественности в геополитической повестке (решоринг и френдшоринг). Все это приводит к реконфигурации цепочек поставок и фрагментации мировой торговли.

На данный момент все эти процессы носят умеренный и постепенный характер. Однако высокий уровень геополитического напряжения в мире и рост соперничества во многих сферах, в том числе в производстве критически важных товаров для современной экономики (например, микрочипы и электронные процессоры), могут спровоцировать усиление процесса разделения стран на блоки. В условиях нарастания фрагментации уровень санкционного давления на российскую экономику, вероятно, усилится.

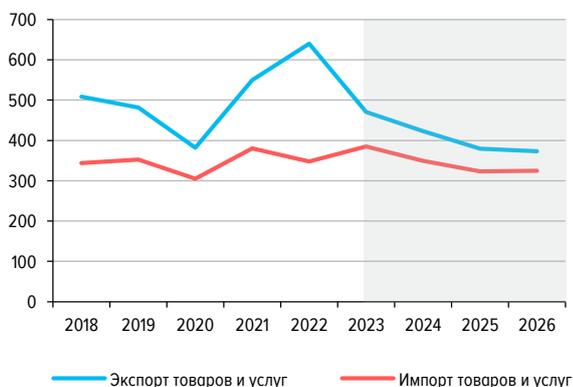
Мировой рост на всем прогнозном горизонте будет ниже, чем в базовом сценарии. Это скажется на спросе на российский экспорт. Цена на нефть марки Urals будет постепенно снижаться и к 2025 году достигнет 45 долл. США за баррель, оставаясь на этом уровне до конца прогнозного горизонта.

Основное влияние на счет текущих операций окажет сокращение экспорта – из-за более низких цен, а также объемов поставок. В то же время импорт после сокращения в первый год после шока внешних условий впоследствии стабилизируется – хотя его уровень до конца прогнозного горизонта будет существенно ниже, чем в базовом сценарии.

Дополнительное сокращение экспорта по сравнению с базовым сценарием ограничит темпы прироста ВВП. В 2024 году они сложатся около нуля или даже несколько

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

Рис. 3.6



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.7



Источник: расчеты Банка России.

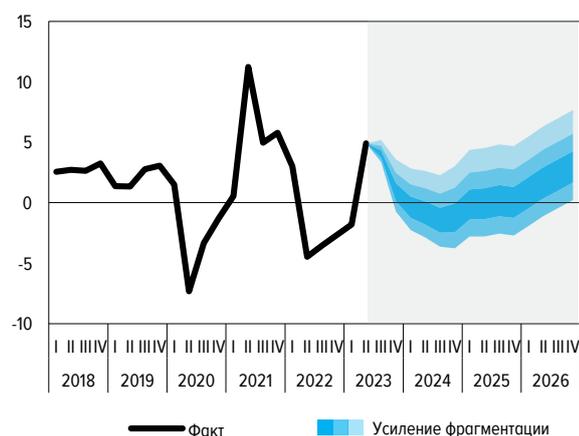
ниже, а в 2025 году возможен рост до 1%. Впоследствии экономика вернется на траекторию сбалансированного роста. При этом бюджетные расходы окажут поддержку экономике в 2024 году, и темп нормализации бюджетной политики замедлится по сравнению с базовым сценарием – возврат на параметры, близкие к базовому сценарию, состоится в 2025 году.

Инфляция в 2024 году вновь умеренно вырастет до уровня вблизи значений 2023 года – 5,0–7,0%. Основная причина – появление новых шоков предложения. Сокращение импорта из-за увеличения санкционного давления в совокупности с ограничениями внутреннего производства из-за недостатка импортных комплектующих будет означать увеличение разрыва между спросом и предложением, что, в свою очередь, будет оказывать проинфляционное давление на динамику потребительских цен.

Банк России будет вынужден реализовывать более жесткую денежно-кредитную политику в 2024–2025 годах – средняя ключевая ставка сложится на 1–2 п.п. выше, чем в базовом сценарии. Это позволит вернуть инфляцию к цели в 2025 году и удерживать ее на этом уровне в дальнейшем, а также будет способствовать преодолению эффектов внешних шоков и возвращению на траекторию сбалансированного роста к концу прогнозного горизонта.

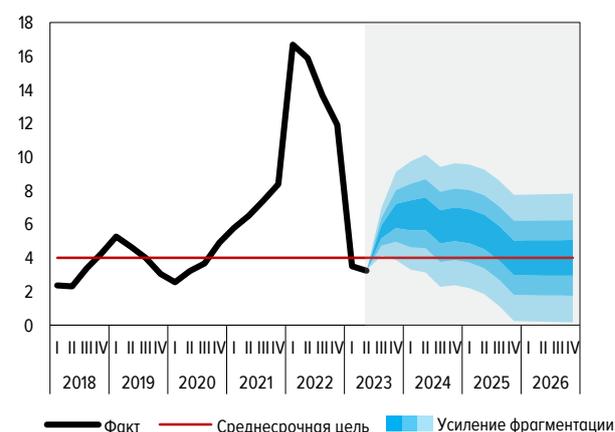
Более высокая траектория ставки по сравнению с базовым сценарием окажет сдерживающее влияние на прирост требований банковской системы к экономике в 2024 году – особенно в части необеспеченного потребительского кредитования. В последующие годы темпы прироста требований банковской системы к экономике будут приближаться к темпам базового сценария.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «УСИЛЕНИЕ ФРАГМЕНТАЦИИ» (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 сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значение 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. И 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 «УСИЛЕНИЕ ФРАГМЕНТАЦИИ» (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 сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значение 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. И в оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом. Источник: расчеты Банка России.

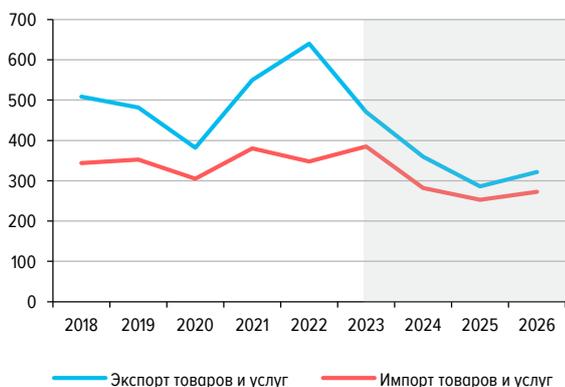
Сценарий «Рисковый»

Повышение ставок денежно-кредитной политики развитыми странами в текущем цикле уже является одним из самых быстрых в истории. Вдобавок оно происходит после почти 15-летнего периода околонулевых ставок центральных банков этих стран. Длительный период низких ставок сопровождался так называемым поиском доходности – то есть такого состояния финансового сектора, в котором участники рынка активно покупают высокорисковые активы, чтобы увеличить общую доходность своего портфеля. Более того, в первой половине 2023 года участники рынка активно покупали активы с высоким профилем риска – в июне – июле спрос на хеджирующие активы находился на самом низком уровне за последние как минимум 10 лет. При повышении ставок такие активы становятся наиболее уязвимыми – они первыми теряют в стоимости и при ухудшении ситуации могут быстро стать «невозвратными потерями». В то же время повышение ставок приводит к снижению стоимости и традиционных и надежных активов, таких как государственные облигации или недвижимость. Это, в свою очередь, также может формировать риски для финансовой стабильности. Если активы финансовой организации сконцентрированы в длинных бумагах с фиксированной ставкой и их стоимость начинает снижаться, а пассивы (например, депозиты) имеют более короткий срок и ставка по ним растет, то прибыль финансовой организации оказывается под давлением снижающейся выручки и растущих издержек.

В совокупности это означает, что в случае роста ставок происходит реализация процентного риска. Снижение стоимости активов может привести к тому, что часть капитала финансовых организаций может сократиться, а вместе с этим ухудшится их финансовое положение, сузится круг контрагентов, которые готовы предоставлять друг другу средства на возвратной основе, снизится доверие клиентов. При больших размерах активов, зависимых от процентного риска, а также в случае достаточно сильного движения в ставках процесс может захватить всю финансовую систему. Большое число небанковских финансовых организаций, которые в период низких ставок покупали значительные объемы активов в кредит, при повышении ставок могут начать резко продавать активы по сниженным ценам для ограничения возмож-

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

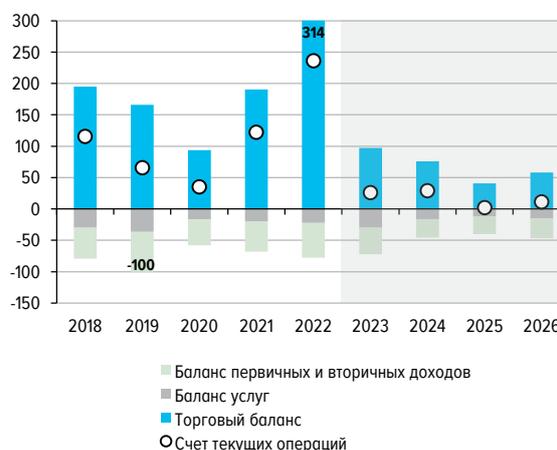
Рис. 3.10



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.11



Источник: расчеты Банка России.

ных убытков, создавая риски для финансовой стабильности. Точно так же могут вести себя и их инвесторы, продавая свои доли в этих компаниях. Этот процесс может усугубиться через финтех-компании, которые подвержены всем типам рисков, характерных для остальных финансовых институтов. Несмотря на то что доля финтех-компаний в экономиках пока невелика, проблемы с их финансовым положением могут усилить недоверие клиентов к финансовому сектору и увеличить системные эффекты.

Вдобавок при росте ставок могут расти затраты на обслуживание долга и затраты на его рефинансирование – для резервных валют это имеет последствия не только в отдельной стране, но и на международном рынке капитала. Это, в свою очередь, увеличивает кредитные риски и невозвратные потери для финансовых организаций.

Реализация процентного риска для нескольких крупных участников рынка может привести к росту неопределенности и вызывать эффект домино, который может вылиться в мировой кризис, сопоставимый по масштабам с кризисом 2007–2008 годов.

При этом проходящие процессы деглобализации, аналогичные сценарию «Усиление фрагментации», лишь усилят негативные эффекты на финансовом рынке. Санкционное давление на российскую экономику также будет на повышенном уровне.

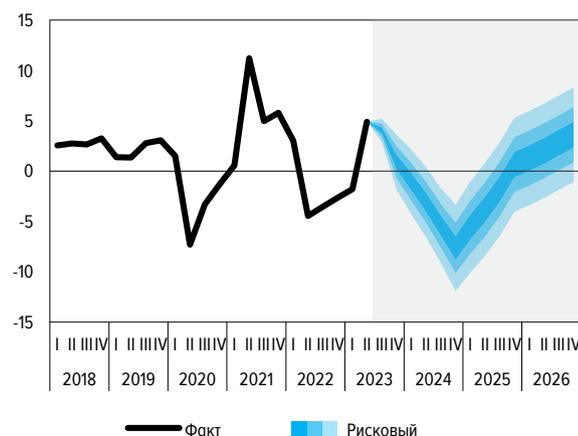
Мировой спрос резко упадет – на фоне рецессии в двух крупнейших экономиках (США и еврозоне), усугубленной усиленной фрагментацией. Цены на нефть будут снижаться весь год и к 2025 году опустятся до 30 долл. США за баррель.

Счет текущих операций из-за сильного снижения экспорта и относительно умеренного снижения импорта сократится до 4 млрд долл. США в 2025 году и лишь немного вырастет впоследствии.

Сокращение выпуска российской экономики будет продолжаться два года. В результате существенно снизится уровень ВВП, хотя в нижней точке он останется несколько выше уровня 2020 года. Бюджетная поддержка экономики относительно ба-

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

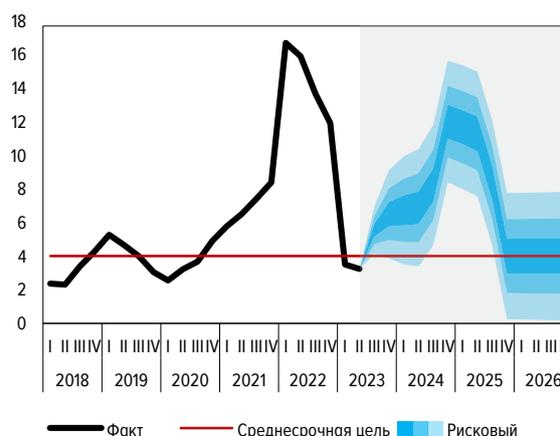
Рис. 3.12



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 сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значение 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. И 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 «РИСКОВЫЙ»
(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 сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значение 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. И в оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом. Источник: расчеты Банка России.

зового сценария расширится – до уровня 2020 года. В 2026 году экономика будет расти восстановительными темпами 2,0–3,0%, годовой рост в IV квартале 2026 года также достигнет темпов 2,0–3,0%. Возвращение на траекторию сбалансированного роста произойдет за горизонтом 2026 года.

Инфляция в первый год шока вырастает до 11–13% – повлияют как усиление шоков предложения, так и ослабление рубля. Для предотвращения раскручивания инфляционной спирали через вторичные эффекты инфляционных ожиданий Банк России будет вынужден существенно поднять ставку по сравнению с базовым сценарием – в среднем за 2024 год она сложится в диапазоне 15,0–16,0%. Начало цикла снижения ставки будет возможно уже в конце 2024 года. Однако, поскольку проинфляционные риски со стороны внешних условий будут оставаться существенными, снижение будет медленным. В 2025 году средний уровень ставки будет на 1–2 п.п. выше, чем в базовом сценарии, и даже в конце прогнозного горизонта он все еще будет выше нейтрального диапазона. Такая денежно-кредитная политика позволит вернуть инфляцию к цели в 2025 году и удерживать ее вблизи цели в дальнейшем.

Более высокая ставка и рост неопределенности из-за мирового финансового кризиса заметно ужесточат денежно-кредитные условия. По сравнению с базовым сценарием темп прироста кредитования в 2024 году будет меньше на 6 п.п. – при этом кредитный портфель населения может даже сократиться. Тем не менее за счет активной бюджетной поддержки в условиях резкого ухудшения экономической активности темпы роста денежной массы в этот период будут близки к темпам базового сценария. В 2025 году по мере постепенного снижения ставки и улучшения ситуации в мировой экономике темпы кредитования будут ускоряться и к 2026 году приблизятся к темпам базового сценария.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «УСИЛЕНИЕ ФРАГМЕНТАЦИИ»

Табл. 3.3

	2021 (факт)	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	8,4	11,9	6,0–7,0	5,0–7,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,7	13,8	5,5–5,9	5,3–7,2	4,7–5,4	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	5,7	10,6	9,6–9,7*	13,0–14,0	8,0–10,0	5,5–6,5
Валовой внутренний продукт	5,6	-2,1	1,5–2,5	(-2,0) – 0,0	(-1,0) – (+1,0)	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,8	-2,7	0,5–2,0	(-2,0) – 0,0	0,0–1,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	8,0	-0,3	7,5–9,5	(-3,0) – (-1,0)	(-2,0) – (-1,0)	1,5–2,5
– домашних хозяйств	10,0	-1,4	6,5–8,5	(-3,0) – (-1,0)	(-2,5) – (-1,5)	1,5–2,5
Валовое накопление	14,1	-4,9	3,5–6,5	(-6,0) – (-3,0)	(-1,0) – (+1,0)	2,0–4,0
– основного капитала	9,1	3,3	2,0–5,0	(-3,0) – 0,0	(-0,5) – (+1,5)	1,5–2,5
Экспорт	3,3	-13,9	(-10,0) – (-7,0)	(-5,0) – (-2,0)	(-3,0) – (-1,0)	(-2,0) – 0,0
Импорт	19,1	-15,0	12,5–15,5	(-13,0) – (-10,0)	(-8,0) – (-6,0)	(-1,0) – (+1,0)
Денежная масса в национальном определении	13,0	24,4	18–22	8–13	5–10	5–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	13,9	12,0	14–18	4–9	7–12	7–12
– к организациям	10,7	13,2	14–18	5–10	7–12	7–12
– к населению, в том числе:	22,0	9,4	15–19	3–8	6–11	8–13
– ипотечные жилищные кредиты	26,7	17,7	17–21	6–11	10–15	10–15
Показатели платежного баланса*** (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	122	236	45	38	21	11
Торговый баланс	190	314	119	107	86	77
Экспорт	494	591	427	382	340	332
Импорт	304	277	308	276	254	255
Баланс услуг	-20	-23	-33	-32	-29	-28
Экспорт	56	49	43	41	40	42
Импорт	76	71	76	74	69	70
Баланс первичных и вторичных доходов	-48	-55	-40	-37	-35	-38
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	122	231	45	38	21	11
Сальдо финансового счета (исключая резервные активы)	59	238	51	24	15	16
Чистое принятие обязательств	38	-131	11	8	10	15
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	97	106	62	31	26	31
Чистые ошибки и пропуски	0	-1	-4	0	0	0
Изменение резервных активов	64	-7	-10	14	6	-5
Цена нефти Urals, в среднем за год, долл. США за баррель	69	76	60	55	45	45

* С учетом того что с 1 января по 17 сентября 2023 года средняя ключевая ставка равна 8,2%, с 18 сентября до конца 2023 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 13,0–13,6%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](http://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) (http://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 долевого 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.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «РИСКОВЫЙ»

Табл. 3.4

	2021 (факт)	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)						
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	8,4	11,9	6,0–7,0	11,0–13,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,7	13,8	5,5–5,9	7,5–9,4	8,5–9,2	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	5,7	10,6	9,6–9,7*	15,0–16,0	8,0–10,0	6,0–7,0
Валовой внутренний продукт	5,6	-2,1	1,5–2,5	(-5,5) – (-3,5)	(-3,5) – (-1,5)	2,0–3,0
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,8	-2,7	0,5–2,0	(-9,0) – (-7,0)	0,0–1,0	2,5–3,5
Расходы на конечное потребление	8,0	-0,3	7,5–9,5	(-6,5) – (-4,5)	(-4,5) – (-3,5)	2,0–3,0
– домашних хозяйств	10,0	-1,4	6,5–8,5	(-7,0) – (-5,0)	(-5,5) – (-4,5)	2,0–3,0
Валовое накопление	14,1	-4,9	3,5–6,5	(-15,0) – (-12,0)	(-2,0) – 0,0	3,0–5,0
– основного капитала	9,1	3,3	2,0–5,0	(-6,5) – (-3,5)	(-3,5) – (-1,5)	1,0–3,0
Экспорт	3,3	-13,9	(-10,0) – (-7,0)	(-8,5) – (-5,5)	(-6,5) – (-4,5)	1,5–3,5
Импорт	19,1	-15,0	12,5–15,5	(-22,5) – (-19,5)	(-11,0) – (-9,0)	4,0–6,0
Денежная масса в национальном определении	13,0	24,4	18–22	7–12	9–14	5–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	13,9	12,0	14–18	1–6	6–11	7–12
– к организациям	10,7	13,2	14–18	2–7	6–11	7–12
– к населению, в том числе:	22,0	9,4	15–19	(-3) – (+2)	7–12	8–13
– ипотечные жилищные кредиты	26,7	17,7	17–21	1–6	9–14	10–15
Показатели платежного баланса*** (млрд долл. США, если не указано иное)						
Счет текущих операций	122	236	45	45	4	13
Торговый баланс	190	314	119	96	47	66
Экспорт	494	591	427	322	250	283
Импорт	304	277	308	226	203	218
Баланс услуг	-20	-23	-33	-18	-13	-17
Экспорт	56	49	43	38	37	38
Импорт	76	71	76	56	50	55
Баланс первичных и вторичных доходов	-48	-55	-40	-33	-29	-36
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	122	231	45	45	4	13
Сальдо финансового счета (исключая резервные активы)	59	238	51	57	34	32
Чистое принятие обязательств	38	-131	11	-9	0	4
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	97	106	62	48	34	37
Чистые ошибки и пропуски	0	-1	-4	0	0	0
Изменение резервных активов	64	-7	-10	-13	-30	-19
Цена нефти Urals, в среднем за год, долл. США за баррель	69	76	60	45	30	40

* С учетом того что с 1 января по 17 сентября 2023 года средняя ключевая ставка равна 8,2%, с 18 сентября до конца 2023 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 13,0–13,6%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](http://cbr.ru/Content/Document/File/120322/comment_20210422.pdf) (http://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.

ВРЕЗКА 5. ВЛИЯНИЕ БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИКУ И ЕЕ ПАРАМЕТРЫ В 2023–2026 ГОДАХ

Бюджетная политика является одним из ключевых факторов, влияющих на динамику совокупного спроса, инфляцию и, следовательно, на макроэкономический прогноз и принимаемые Банком России на основе этого прогноза решения по денежно-кредитной политике. Представленный в данном проекте ОНЕГДКП 2024–2026 гг. базовый среднесрочный прогноз Банка России опирается на публично объявленные решения в части бюджетной политики по состоянию на момент заседания Совета директоров Банка России по ключевой ставке 15.09.2023. Проект федерального бюджета на 2024–2026 годы, одобренный на заседании Правительства Российской Федерации 22.09.2023, будет учтен в прогнозе Банка России при его обновлении на заседании Совета директоров по ключевой ставке 27.10.2023. Уточненный прогноз будет представлен в окончательной редакции ОНЕГДКП 2024–2026 гг., которая будет опубликована в начале ноября.

Согласно проектировкам, представленным 22.09.2023, Минфин России продолжает придерживаться стратегии бюджетной нормализации в 2023–2025 годах с постепенным возвратом к формированию расходов в соответствии с бюджетным правилом в 2025–2026 годах. В рамках переходного периода 2023–2024 годов ожидается сохранение структурного первичного дефицита на уровне 2,9 и 1,6 трлн рублей соответственно. Формула для предельного объема расходов федерального бюджета при этом не претерпела значительных изменений:

$$P = \text{базовые НГД} + \text{ННГД} + \%P + \text{госкредиты} + \text{СПД},$$

где P – предельный объем расходов федерального бюджета;

базовые НГД – базовые нефтегазовые доходы;

ННГД – ненефтегазовые доходы;

%P – расходы на обслуживание государственного долга;

госкредиты – сальдо бюджетных и государственных финансовых экспортных кредитов;

СПД – структурный первичный дефицит.

С учетом складывающейся конъюнктуры на мировых сырьевых и валютном рынках Минфин России принял решение скорректировать с 2024 года оценку базовых нефтегазовых доходов (НГД) и перейти от использования фиксированного номинального уровня (8 трлн рублей в 2023 году) к уровню, определяемому базовой равновесной ценой нефтегазовой продукции и фактическим курсом рубля. По сути, это является возвратом к принципам формирования базовых НГД, использовавшимся в конструкции бюджетного правила 2018–2022 годов. Отличие от предыдущей версии заключается в равновесной цене: Минфин России предлагает цену нефти 60 долл. США за баррель в 2024–2026 годах с последующей ежегодной индексацией на 2%. Такой подход к формированию базовых НГД делает операции в рамках бюджетного правила нечувствительными к динамике курса рубля. По оценкам Банка России, корректировка базовых НГД заметно увеличивает их уровень (+1,5–2,0 трлн рублей ежегодно) относительно предлагавшегося ранее фиксированного уровня. Это увеличение базовых НГД обусловлено уточнением предпосылок по физическим объемам, а также по прогнозу обменного курса (предыдущая оценка базовых НГД в размере 8,0 трлн рублей соответствовала 60 долл. США за баррель, но при более крепком обменном курсе). Вслед за увеличением базовых НГД повышается и предельный объем расходов федерального бюджета в предстоящие годы.

В 2023–2024 годах прогнозируется рост нефтегазовых доходов (ННГД). Это может быть связано в том числе с более динамичным, чем предполагалось ранее, ростом номинального спроса, единовременными поступлениями и завершением антикризисных налоговых мер.

В 2024 году ожидается заметный рост расходов бюджета, что связано в том числе с корректировкой базовых НГД в конструкции бюджетного правила (с повышением предельного объема расходов). Конечное влияние бюджетной политики на совокупный спрос и инфляцию в 2023–2026 годах будет также зависеть от возможных изменений в структуре расходов бюджета по видам и направлениям, в том числе в доле госзакупок, капитальных вложений, социальных трансфертов и оплаты труда в общем объеме ассигнований.

Для оценки влияния бюджетной политики на экономику и инфляцию Банк России ориентируется на параметры не столько федерального бюджета, сколько бюджетной системы в целом. Таким образом, вклад бюджетной политики в динамику совокупного спроса, денежных агрегатов и инфляции зависит не только от конструкции бюджетного правила, реализуемого на федеральном уровне, но и от проектировок бюджетов субъектов Российской Федерации и внебюджетных фондов. Дополнительный вклад в бюджетный импульс внесут инвестиции за счет средств ФНБ в проекты внутри экономики России. Реализуемые в условиях структурной трансформации экономики расходы бюджета в рамках нацпроектов и инвестиции средств ФНБ во внутрироссийские проекты могут повлиять не только на текущую экономическую активность, но и на среднесрочный потенциальный уровень выпуска, что также учитывается в прогнозах Банка России.

С августа 2023 года в дополнение к регулярным операциям в рамках бюджетного правила Банк России вернулся к практике зеркалирования операций по инвестированию средств ФНБ в рублях, осуществляя продажи валюты. В 2023 году объем продаж в рамках данного механизма составит 0,25 трлн рублей. По оценкам Банка России, в 2024–2026 годах продажи валюты в рамках данного механизма могут составлять до 0,6 трлн рублей ежегодно. С 10.08.2023 Банк России в целях снижения волатильности финансовых рынков принял [решение](#) не осуществлять покупку иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках зеркалирования регулярных операций Минфина России, связанных с реализацией бюджетного правила. Решение об отложенных в 2023 году покупках иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься после возобновления зеркалирования Банком России регулярных покупок в рамках бюджетного правила.

В целом новые проектировки Минфина России свидетельствуют о более существенном бюджетном импульсе в 2024–2026 годах в терминах нефтегазового сальдо, чем заложено в текущий макроэкономический прогноз Банка России. Это, в свою очередь, может вести к большим проинфляционным рискам на среднесрочном горизонте. Банк России учтет новые параметры бюджетной политики при подготовке макроэкономического прогноза и принятии решения по ключевой ставке в октябре 2023 года. Обновленный макроэкономический прогноз Банка России будет также представлен в финальной версии ОНЕГДКП 2024–2026 гг.

ВРЕЗКА 6. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МОДЕЛЬНОГО АППАРАТА

Модельный аппарат Банка России состоит из широкого круга моделей разных классов и направленности. Он включает как модели для краткосрочного прогнозирования, которые позволяют анализировать текущие тенденции и формировать представление о наиболее вероятном изменении тех или иных макроэкономических переменных в перспективе одного-двух кварталов, так и модели для среднесрочного прогнозирования, позволяющие рассчитывать изменение макроэкономических переменных на горизонте трех-четырех лет при различных сценарных условиях и вариациях отдельных параметров. Методы моделей зависят от решаемой задачи, предметной области, характера используемых данных¹.

Модельный инструментарий Банка России совершенствуется в соответствии с последними академическими и практическими разработками российских и зарубежных экспертов в области макроэкономики и количественных методов.

Одна из основных моделей, используемых в Банке России для анализа российской экономики, – Квартальная прогнозная модель (КПМ). Модель была разработана в 2007 году в рамках настройки системы макроэкономического прогнозирования и в настоящий момент применяется для среднесрочного прогнозирования и подготовки рекомендаций по денежно-кредитной политике, а также сценарного анализа и разработки стресс-тестов.

С 2007 года модель периодически уточняется, реагируя как на изменения, происходящие в российской экономике, так и на появление новых подходов в академическом макроэкономическом анализе.

В 2012–2013 годах в базовую модель была добавлена разбивка инфляции на продовольственные, непродовольственные товары и услуги, за исключением жилищно-коммунальных услуг (ЖКУ). Для каждой категории инфляции специфицировалась отдельная кривая Филлипса. Такая разбивка позволяла анализировать изменения относительных цен на торгуемые и неторгуемые товары с учетом изменений реального курса.

В 2013–2014 годах модель была адаптирована под режим таргетирования инфляции: вместо элементов управляемого плавания валютного курса в модели получил отражение трансмиссионный механизм воздействия ключевой ставки на экономику.

В 2019–2021 годах в модель был добавлен блок с бюджетным сектором. Он позволяет рассчитывать величину бюджетного стимула в экономике в зависимости от параметров бюджетной политики. Кроме того, была добавлена срочная структура процентных ставок, которая позволяет явно проследить трансмиссию денежно-кредитной политики на ставки различных временных периодов².

В 2022 году, после серии внешних шоков и вынужденного введения ограничений на движение капитала, модель была адаптирована под новые условия. Прежде всего это предполагало явное моделирование торговых потоков (то есть выделение из совокупного выпуска экспорта и импорта), а также корректировку взаимосвязи между российскими и зарубежными рынками (то есть ослабление связи курса с финансовым каналом и добавление реакции на изменение торгового баланса и условий торговли в уравнении непокрытого паритета процентных ставок)³.

¹ Подробнее см. в подразделе «Прогнозирование и модельный аппарат» раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (http://cbr.ru/dkp/system_p/).

² Данная версия модели была опубликована в работе [Орлов А. Квартальная прогнозная модель России. 2021](http://cbr.ru/Content/Document/File/118791/inf_note_feb_2521.pdf) (http://cbr.ru/Content/Document/File/118791/inf_note_feb_2521.pdf).

³ Настоящая модификация модели была опубликована во врезке «Адаптация Квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала» в [Докладе о денежно-кредитной политике. № 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).

В 2023 году в модели были сделаны два ключевых уточнения. Во-первых, был реализован переход к базовой инфляции и небазовым компонентам, заменивший разбивку на продовольственные и непродовольственные товары и услуги, за исключением ЖКУ. Прежнее разделение на три категории с учетом более чем 10-летнего развития экономики, а также ее адаптации к режиму таргетирования инфляции стало менее релевантным для описания инфляционной динамики. Одновременно все более актуальным стало отделение устойчивой части инфляции, отражающей системный рост цен в экономике, от кратковременных колебаний, вызванных разовыми факторами на отдельных рынках. Одной из метрик устойчивой инфляции служит показатель базовой инфляции, то есть инфляции, очищенной от влияния административных, сезонных или волатильных факторов. В модели кривая Филлипса специфицируется только для базовой инфляции. Поведение небазовых компонентов инфляции задается отдельно. В КПМ Банка России они включают плодоовощную продукцию, нефтепродукты, регулируемые услуги и прочие волатильные компоненты. Небазовые компоненты моделируются на основе авторегрессий со сходимением к целевому уровню инфляции с включением отдельных дополнительных элементов и коррекцией на отклонение относительных цен.

Во-вторых, в модель был добавлен блок рынка труда, включающий переменные заработных плат и безработицы. Поскольку более глубокий анализ взаимосвязей между индикаторами рынка труда требует включения структурного моделирования факторов производства и стороны предложения, в модель была добавлена многоуровневая производственная функция. В частности, отдельно задается производственная функция для внутренне ориентированного выпуска и отдельно – производственная функция выпуска для экспортного сектора (с разбивкой на нефтегазовый и ненефтегазовый).

Производственные функции формализуют выбор фирм между трудом, капиталом и промежуточным импортом с учетом их относительной стоимости и издержками на дополнительное увеличение фактора производства. При этом предполагается, что издержки возрастают в следующей последовательности: импорт, капитал, труд. Для производства внутренне ориентированного выпуска нужны все три фактора, для производства ненефтегазового экспорта – только труд и капитал. Нефтегазовый экспорт не требует детализации производственной функции и моделируется экзогенно.

Внутренне ориентированное предложение вместе с конечным импортом удовлетворяет внутренний спрос, который, в свою очередь, зависит от уровня ставок в экономике, бюджетного стимула, доходов от труда и условий торговли. Выпуск для экспортного сектора отвечает на спрос со стороны торговых партнеров.

Занятость, уровень безработицы и реальная зарплата формируются в зависимости от объема спроса на труд со стороны фирм (с учетом жесткостей заработных плат и особенностей рынка труда России). В свою очередь, инфляция формируется под действием реальных предельных издержек фирм – производителей отечественных товаров и фирм-импортеров и отражает баланс между спросом и предложением в экономике, в том числе на производственные факторы⁴.

Рынок труда – один из важнейших факторов ценовой динамики в любой экономике. Несмотря на то что КПМ – лишь одна из моделей, используемых при формировании среднесрочного прогноза, добавление блока с рынком труда позволяет улучшить понимание основных взаимосвязей в российской экономике и обогатить анализ экономической динамики при подготовке материалов для обсуждения Советом директоров Банка России решения по ключевой ставке.

⁴ Описание модели см. в Приложении к [Докладу о денежно-кредитной политике. № 3 \(43\). Июль 2023 года](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45190/2023_03_ddcp.pdf) (http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45190/2023_03_ddcp.pdf).

ВРЕЗКА 7. КОНЦЕПЦИЯ РАВНОВЕСНОГО СОСТОЯНИЯ ЭКОНОМИКИ И ОТКЛОНЕНИЙ ОТ НЕГО ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПЕРЕМЕННЫХ

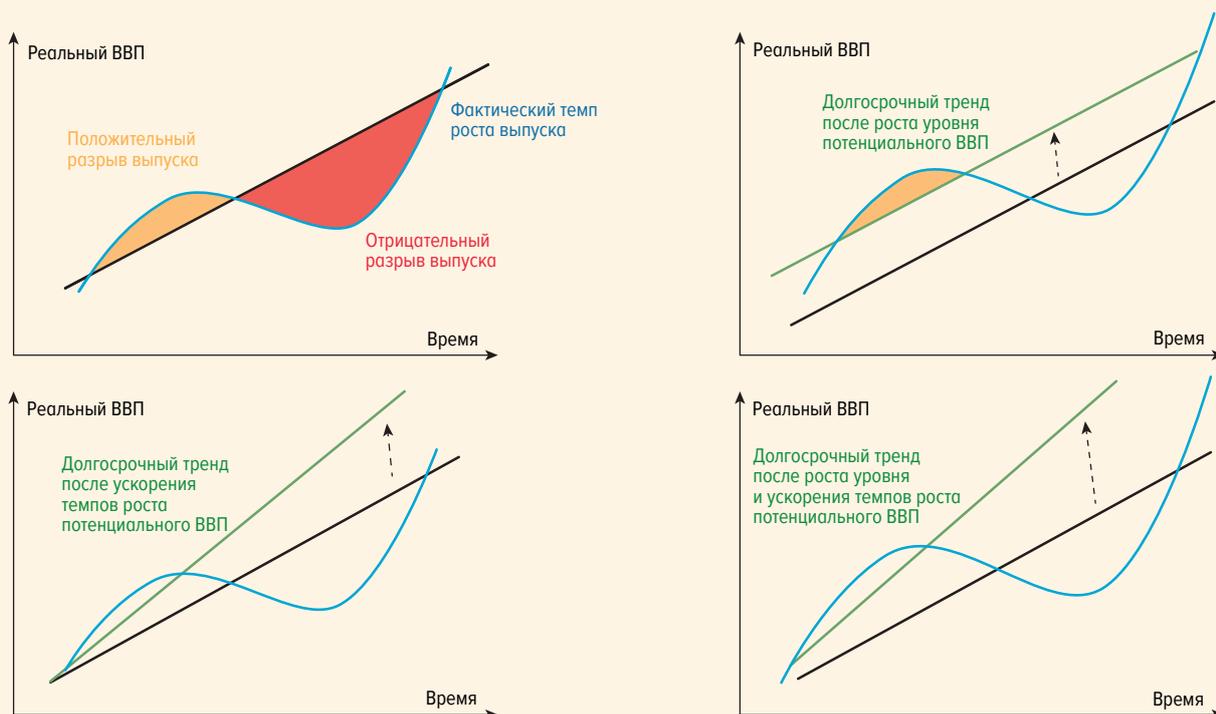
При проведении макроэкономической политики широко используется концепция долгосрочного равновесия в экономике. В долгосрочном равновесии все ключевые показатели в экономике растут постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами. То есть долгосрочное равновесие – это не конкретная точка, 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.

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 – это называется разрывом. Показателем разрыва можно характеризовать отклонения темпов экономического роста, безработицы, валютного курса 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 потенциального. 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 релевантной концепцией потенциального выпуска является уровень выпуска,

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ТРЕНД (ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ТЕМП РОСТА)

Рис. В-7-1



Источник: Банк России.

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 изменяется в зависимости от динамики факторов производства (например, роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового оборудования) и скорости технологического развития, поэтому еще одна важная характеристика экономики – темп роста потенциального выпуска, или скорость, с которой со временем меняется уровень потенциального выпуска.

Если фактический темп роста выпуска из-за действия циклических шоков превышает потенциальный, в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска. Поскольку при положительном разрыве выпуска 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 роста 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 выпуска, 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. Долгосрочный тренд экономики определяется уровнем технологического развития, демографической структурой, институциональными особенностями и другими факторами.

Оценки разрыва выпуска входят в число факторов, учитываемых Банком России при разработке денежно-кредитной политики. 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.

Концепция равновесия и разрывов в основном применяется к реальным показателям – колебания выпуска относительно его потенциального уровня также называют бизнес-циклом. Однако в действительности экономика состоит не только из реальных, но и из финансовых величин. Для финансовых величин также можно оценить состояние равновесия и разрыв – наиболее часто используемым показателем является индикатор разрыва отношения общего объема кредита в экономике к ВВП¹. Считается, что у финансовых величин также есть свой цикл, и он не в полной мере совпадает с бизнес-циклом.

¹ О некоторых исследованиях этого вопроса в Банке России см. в работах: Дерюгина Е., Пономаренко А. [Определение фазы кредитного цикла в реальном времени в странах с формирующимися рынками](http://cbr.ru/content/document/file/16722/wps_17.pdf) (http://cbr.ru/content/document/file/16722/wps_17.pdf). Серия докладов об экономических исследованиях. № 17. Январь 2017 года; Дерюгина Е., Пономаренко А., Рожкова А. [Когда оценки кредитных разрывов являются достоверными?](http://cbr.ru/content/document/file/47473/wp_34.pdf) (http://cbr.ru/content/document/file/47473/wp_34.pdf). Серия докладов об экономических исследованиях. № 34. Июль 2018 года; Козловцева И., Пономаренко А., Синяков А., Татаринцев С. [Контрциклическая политика и финансовая стабильность в малой открытой экономике страны – экспортера природных ресурсов](http://cbr.ru/content/document/file/115827/wp_42.pdf) (http://cbr.ru/content/document/file/115827/wp_42.pdf). Серия докладов об экономических исследованиях. № 42. Июнь 2019 года; Пономаренко А., Татаринцев С. [Включение индикаторов финансового развития в системы раннего предупреждения](http://cbr.ru/content/document/file/112886/wp_58.pdf). Серия докладов об экономических исследованиях. № 58. Июль 2020 года (http://cbr.ru/content/document/file/112886/wp_58.pdf).

Основное предположение заключается в том, что динамика цен на потребительские товары (то есть то, что формирует инфляционное давление) и динамика цен на финансовые активы могут потерять связь друг с другом и вести себя по-разному, а в некоторых случаях – даже разнонаправленно. Колебания цен на финансовые активы и другие финансовые переменные, в свою очередь, могут приводить к накоплению дисбалансов в финансовой системе и формированию «пузырей», за которыми следуют финансовые кризисы. Например, нередко финансовый бум сопровождается положительным шоком предложения. Это приводит к снижению цен и одновременно – к росту стоимости активов на финансовом рынке, что, в свою очередь, смягчает денежно-кредитные условия и ведет к расширению кредитования. При этом реальные активы не могут расти так же быстро, как растут финансовые рынки, которые к тому же могут быть движимы спекулятивными действиями. Наладивание новых или увеличение существующих линий бизнеса – процесс длительный и зависит не только и не столько от уровня номинальных ставок, сколько от различных нефинансовых факторов (наличия кадров – специалистов и управленцев, доступности сети поставщиков сырья и материалов, актуальности предлагаемого продукта и возможности масштабирования, общих настроений о перспективах и прочего). В какой-то момент избыток финансовых ресурсов приводит к снижению критериев отбора заемщиков до минимальных формальностей. При большой доле заемщиков с неподтвержденными финансовыми возможностями любое изменение финансовых условий может привести к резкому росту невозвратных кредитов – «пузырь» лопается, начинается финансовый или кредитный кризис.

При этом мягкие денежно-кредитные условия ужесточаются автономно от денежно-кредитной политики. Финансовые институты резко вводят дополнительные критерии выдачи не только для новых заемщиков, но и по отношению друг к другу, ограничивая предоставление средств на межбанковском рынке. Другими словами, кредитный кризис сопровождается кризисом доверия и ростом неопределенности. Для возвращения экономики к потенциалу требуется смягчать денежно-кредитные условия и поддерживать деловые и потребительские настроения. Поэтому центральный банк снижает ставку, а также при необходимости предоставляет банкам дополнительные средства (на возвратной основе), компенсируя снижение функциональности межбанковского механизма.

Таким образом, финансовая система может усиливать отклонение экономики от равновесия или даже может быть самостоятельным источником такого отклонения. В то же время эта связь не всегда однозначная и не в полной мере односторонняя, финансовый и реальный секторы влияют друг на друга. Банк России, как и другие центральные банки, учитывает состояние финансового сектора в большей степени при формировании макропруденциальной политики. Однако и при разработке решений по денежно-кредитной политике финансовый сектор является значимым элементом анализа и важным индикатором отклонения экономической системы от равновесия и учитывается при оценке отклонения экономики от потенциала (разрыва выпуска).

4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2023 ГОДУ И 2024–2026 ГОДАХ

ОПЕРАЦИОННАЯ ЦЕЛЬ И СИСТЕМА ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Банк России в рамках стратегии таргетирования инфляции оказывает влияние на экономическую активность и динамику цен преимущественно через канал процентных ставок. С помощью системы инструментов денежно-кредитной политики Банк России транслирует изменения ключевой ставки в ставки межбанковского рынка, а затем они транслируются в остальные ставки в экономике.

Операционная цель денежно-кредитной политики заключается в поддержании ставок овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России. Операционным ориентиром денежно-кредитной политики является ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average). Это взвешенная ставка необеспеченных однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях. Выбор этого индикатора в качестве операционного ориентира обусловлен рядом факторов. В отличие от обеспеченного сегмента денежного рынка, участниками рынка МБК являются исключительно кредитные организации. Банк России влияет на объем ликвидности – величину остатков средств на корреспондентских счетах банков в Банке России, – проводя операции по ее предоставлению и абсорбированию. Таким образом, уровень ставок на рынке МБК зависит только от потребности участников рынка в привлечении (размещении) средств и формируемого Банком России предложения ликвидности. В то же время сделки, заключаемые в этом сегменте денежного рынка, не требуют залогового обеспечения, а его доступность кредитным организациям и стоимость не влияют на уровень ставок. Особенности расчета RUONIA делают этот показатель устойчивым к выбросам и позволяют ему эффективно отражать стоимость заимствования средств на короткий срок наиболее надежными участниками рынка¹.

Для достижения операционной цели денежно-кредитной политики Банк России использует систему инструментов, которая включает обязательные резервы, аукционы и операции постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности.

В рамках стратегии таргетирования инфляции обязательные резервы – это инструмент денежно-кредитной политики, позволяющий центральному банку управлять процентными ставками денежного рынка, не прибегая к ежедневным и неоднократным операциям по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Обязанность кредитных организаций поддерживать на корреспондентских счетах определенный объем средств обеспечивает предсказуемость их спроса на ликвидность. В то же время действующий механизм усреднения обязательных резервов дает возможность банкам гибко управлять своей ликвидностью и не прибегать к операциям по заим-

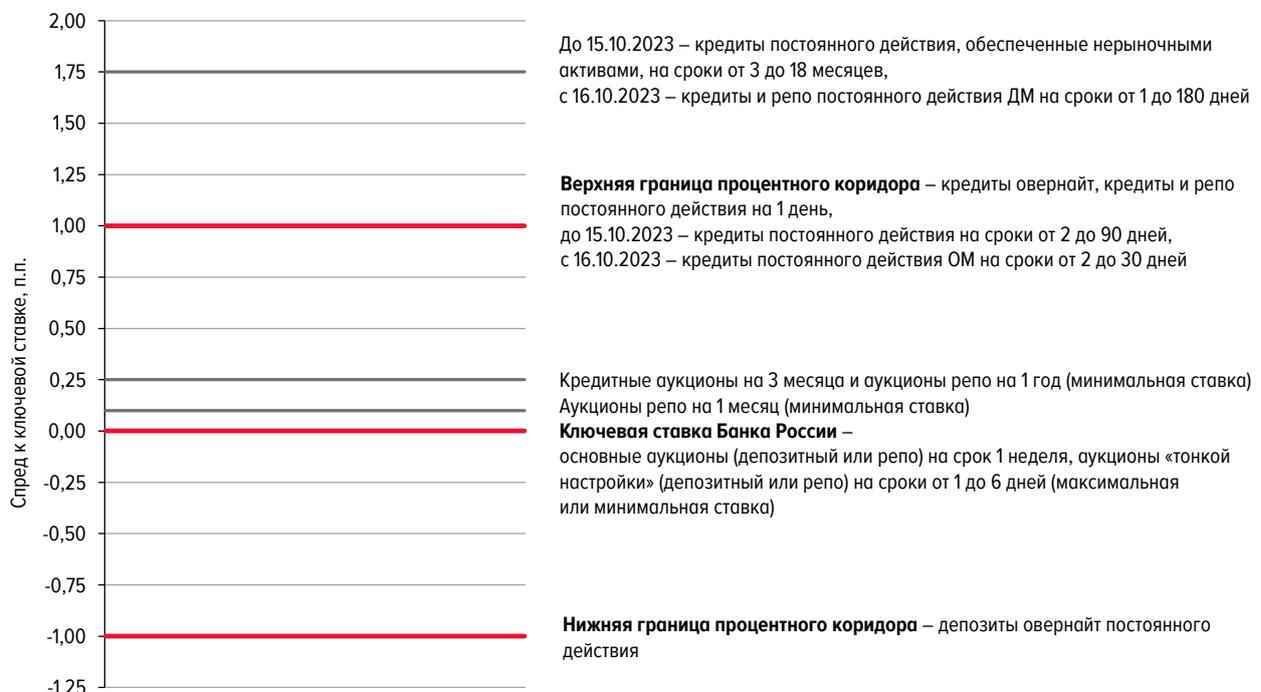
¹ Подробнее см. Язык О. и др. «Операционная процедура денежно-кредитной политики». Аналитическая записка. 2023 год (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_2.pdf).

ствованию и размещению средств на рынке по завышенным или, напротив, заниженным ставкам².

Если прогнозируемый объем средств на корреспондентских счетах кредитных организаций оказывается выше или ниже необходимого для выполнения обязательных резервов уровня, Банк России проводит аукционы, соответственно, по абсорбированию или предоставлению ликвидности по ставкам, близким к ключевой. Банк России определяет вид аукциона и объем абсорбируемых (предоставляемых) средств на основе прогноза ликвидности. В результате ставки рынка МБК формируются внутри процентного коридора Банка России. Его границы сформированы ставками по однодневным операциям постоянного действия – депозитам, кредитам и сделкам репо, так что ключевая ставка находится в его середине. В отличие от аукционов, операции постоянного действия проводятся по инициативе кредитных организаций и дают банкам возможность всегда привлечь или разместить ликвидность по гарантированной стоимости. Таким образом, ставки по операциям постоянного действия ограничивают волатильность ставок денежного рынка. Ширина процентного коридора составляет 200 базисных пунктов. Это позволяет избежать чрезмерной волатильности процентных ставок денежного рынка, но сохраняет стимулы для банков заключать сделки в первую очередь друг с другом, а не с Банком России.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКА РОССИИ

Рис. 4.1



Источник: Банк России.

² Механизм усреднения предполагает, что кредитные организации должны поддерживать нормативный объем средств на корреспондентских счетах не каждый вечер, а только в среднем за период усреднения (4–5 недель) // подробнее см. Яцык О. и др. «Обязательные резервы в Банке России». Аналитическая записка. 2023 год (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_1.pdf).

Основные операции по регулированию ликвидности – депозитные аукционы или аукционы репо на срок 1 неделя. В условиях профицита ликвидности в банковском секторе Банк России абсорбирует ликвидность с помощью депозитных аукционов. При возникновении временных дисбалансов на денежном рынке, способствующих отклонению RUONIA от ключевой ставки, Банк России проводит депозитные аукционы или аукционы репо на сроки от 1 до 6 дней – операции «тонкой настройки». В целях снижения волатильности ставок денежного рынка Банк России при возникновении дисбалансов в распределении средств между банками или в срочности их активов и пассивов может проводить аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год.

В системе инструментов денежно-кредитной политики Банка России есть также инструменты предоставления и абсорбирования ликвидности на длительные сроки. Так, при формировании значительного и устойчивого структурного профицита ликвидности Банк России может абсорбировать его часть путем выпуска купонных облигаций со сроком 3 месяца.

Банк России продолжает совершенствовать систему инструментов денежно-кредитной политики. В 2023 году Банк России планирует осуществить трансформацию стандартного механизма предоставления ликвидности³. С 16 октября 2023 года все операции Банка России по предоставлению ликвидности будут разделены на две группы – основной и дополнительный механизм. Условия привлечения средств банками (ставка, обеспечение, сроки) будут зависеть от цели операций.

С учетом запланированной трансформации механизмов предоставления ликвидности Банк России не менял требования к кредитному качеству активов, принимаемых в обеспечение по операциям репо и обеспеченным кредитам. Вместе с тем в апреле 2023 года были отменены введенные в феврале 2022 года послабления в части видов экономической деятельности, к которым может относиться основной вид деятельности юридических лиц, выступающих заемщиками и обязанными лицами по кредитным договорам, права требования по которым принимаются в обеспечение кредитов Банка России.

Ряд нововведений в 2023 году реализован в части применения обязательных резервов: банкам с универсальной лицензией и небанковским кредитным организациям с 1 июля 2023 года предоставлена возможность передавать данные для расчета обязательных резервов с использованием личного кабинета. Это позволит сократить издержки и ускорить коммуникацию с кредитными организациями. Помимо этого, Банк России изменил порядок расчета штрафа за нарушение кредитными организациями нормативов обязательных резервов. В соответствии с новым порядком штраф рассчитывается исходя из двойной ключевой ставки Банка России, действовавшей в периоде допущенного нарушения. Такой подход позволяет учесть изменения ключевой ставки и корректнее оценить альтернативные доходы, полученные банками за счет недозноса обязательных резервов. Ранее применялась двойная ключевая ставка Банка России, действовавшая на момент предъявления штрафа. В дальнейшем механизм обязательного резервирования будет скорректирован с учетом планируемого введения в обращение цифрового рубля. Предполагается, что средства банков на счетах цифрового рубля (как и наличные средства в их кассах) будут включаться в величину средств, исключаемых при расчете размера обязательных резервов в рублях в преде-

³ Подробнее см. врезку 8 [«Трансформация механизмов предоставления ликвидности»](#).

лах 100% от размера обязательных резервов в рублях, рассчитанного до его уменьшения на указанную величину (вместо действующего ограничения в размере 25%).

В процессе подготовки Обзора денежно-кредитной политики Банка России проведены исследования особенностей операционной процедуры и практики применения обязательных резервов. Полученные результаты были представлены аналитикам и казначеям банков, участникам финансового рынка, а также представителям исследовательских институтов и вузов в рамках общественных консультаций. Участники дискуссии подтвердили, что выстроенная система инструментов денежно-кредитной политики учитывает особенности российской экономики и финансового сектора и позволяет Банку России поддерживать ставки МБК вблизи ключевой процентной ставки при любой ситуации с ликвидностью. При этом ставки МБК влияют на другие ставки в экономике, что позволяет Банку России транслировать сигнал денежно-кредитной политики в экономику и воздействовать на инфляцию. Теоретические и практические выводы, сформулированные на основе анализа российского финансового сектора и денежного рынка с учетом мирового опыта, размещены в открытом доступе на сайте Банка России⁴.

В последующие годы Банк России продолжит развивать систему инструментов денежно-кредитной политики с учетом ситуации с ликвидностью банковского сектора, особенностей финансового рынка, платежной и финансовой инфраструктуры. Так, развитие сервисов платежной системы Банка России, включая Систему быстрых платежей, и введение цифрового рубля могут привести к корректировке регламента функционирования платежной системы Банка России. В связи с этим Банк России будет уточнять параметры своих инструментов предоставления ликвидности, чтобы обеспечить бесперебойность проведения платежей и сохранить для банков возможность эффективно управлять собственной ликвидностью.

ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ И ДОСТИЖЕНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

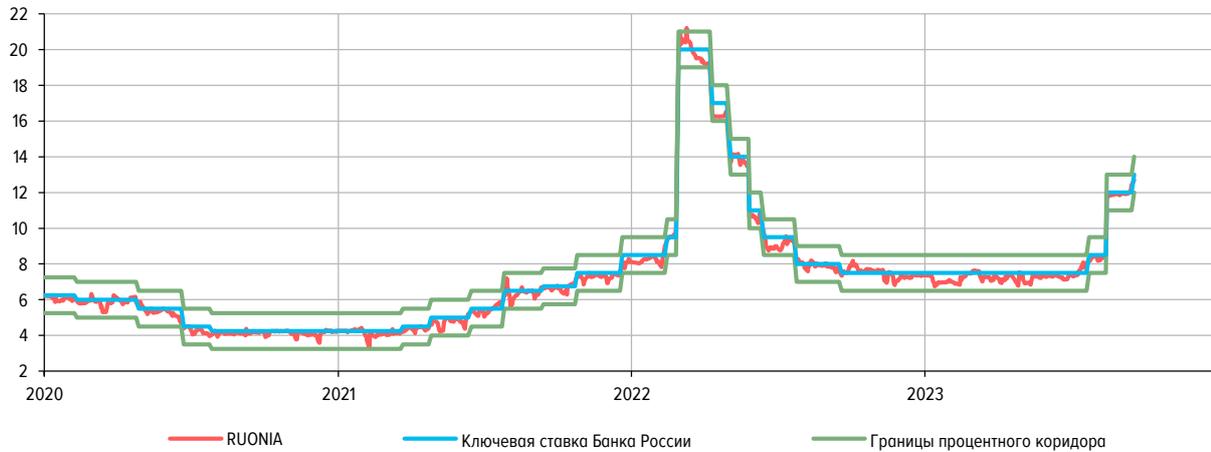
В 2023 году однодневные ставки денежного рынка находились преимущественно в нижней половине процентного коридора. Среднее отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России (спред) в январе – августе 2023 года составило -23 б.п., что в абсолютном значении превышает показатели за 2022 год (среднее за 2022 год: -18 б.п.). Однако волатильность спреда за январь – август 2023 года снизилась до 24 б.п. (за 2022 год: 35 б.п.).

В начале 2023 года отрицательный спред заметно расширился и в среднем за январский период усреднения обязательных резервов (ПУ) составил -52 базисных пункта. Это было связано с довольно резким увеличением структурного профицита в конце 2022 года. В декабре была конвертирована часть средств ФНБ, и большой объем бюджетных средств поступил в банки: часть непосредственно в виде бюджетных расходов, часть – в виде депозитов и иных операций Федерального казначейства (ФК). В результате в среднем за январский ПУ профицит ликвидности в банковском секто-

⁴ Яцык О. и др. [«Операционная процедура денежно-кредитной политики»](http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_2.pdf). Аналитическая записка. 2023 год (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_2.pdf); Яцык О. и др. [«Обязательные резервы в Банке России»](http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_1.pdf). Аналитическая записка. 2023 год (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_2_1.pdf).

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
(% годовых)

Рис. 4.2



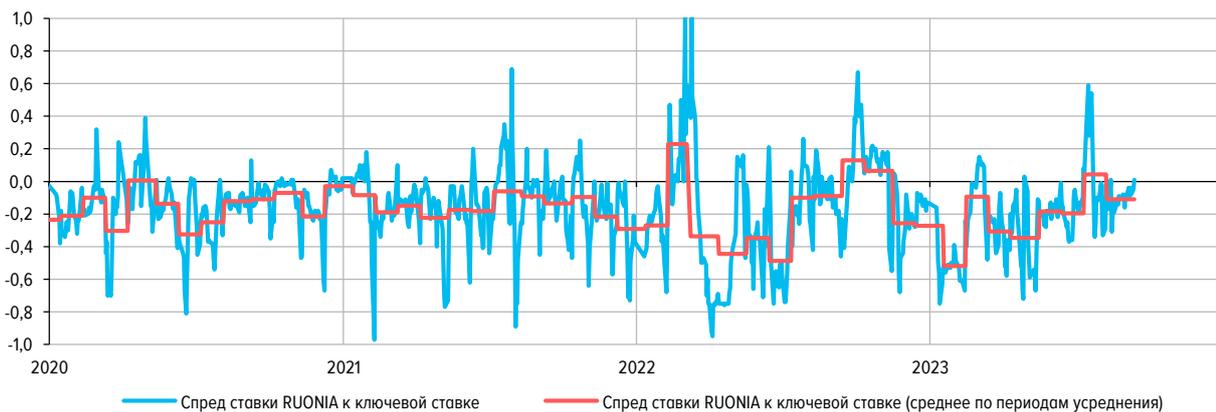
Источник: Банк России.

ре составил 3,4 трлн рублей⁵. Однако эти средства поступили в ограниченный круг кредитных организаций, и потребовалось время для их распределения по банковскому сектору.

Достигнув максимальных в абсолютном выражении значений в начале февраля, отрицательный спред уже в середине месяца начал сужаться. В феврале – сентябре средняя за ПУ величина спреда составила -17 базисных пунктов. Этому способствовали адаптация кредитных организаций к текущему уровню профицита ликвидности и распределение средств бюджетополучателей внутри банковского сектора. При этом в результате оттока средств из банков за счет динамики автономных факторов

СПРЕД СТАВКИ RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ
(п.п.)

Рис. 4.3



Источник: расчеты Банка России.

⁵ Рассматривается ПУ с 18 января по 14 февраля 2023 года. В среднем за ноябрьский (16 ноября – 13 декабря 2022 года) и декабрьский (14 декабря 2022 года – 17 января 2023 года) ПУ структурный профицит ликвидности составил 1,2 и 2,3 трлн рублей соответственно. Среднее значение позиции по ликвидности за ПУ 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.

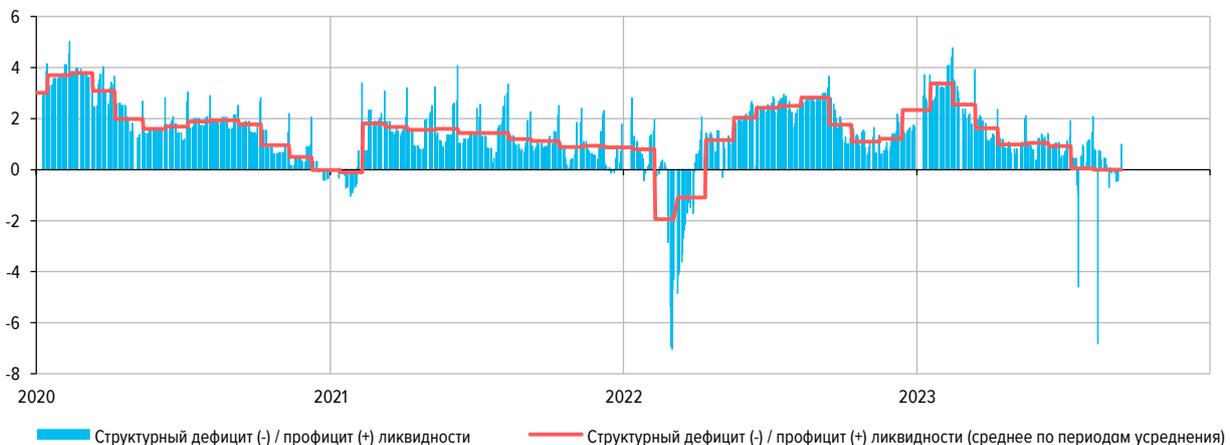
формирования ликвидности и повышения нормативов обязательных резервов (НОР) структурный профицит снизился⁶. В периоды перед заседаниями Совета директоров Банка России, когда участники рынка ожидали повышения ключевой ставки, банки увеличивали спрос на кредиты и репо постоянного действия и остатки на своих корсчетах в Банке России. Такое поведение банков не было связано с изменением ситуации с ликвидностью, а отражало их стратегии по выполнению усреднения обязательных резервов⁷. После повышения ключевой ставки кредитные организации снижали остатки на корсчетах и возвращали дополнительно привлеченное рефинансирование.

Значимым фактором, обусловившим отток ликвидности из банковского сектора в 2023 году, стал повышенный спрос на наличные деньги. Это отклонение от сезонных значений может быть связано с обслуживанием экономической деятельности в новых регионах России на фоне низкого проникновения там расчетно-банковских услуг. Кроме того, население традиционно склонно снимать в наличной форме часть выплат из бюджета. Соответственно, увеличение объема социальных выплат и денежного довольствия в 2023 году могло внести вклад в рост спроса на наличные деньги. При этом доля наличных денег в общем объеме денежной массы изменилась незначительно.

В январе – первой половине февраля 2023 года бюджет наращивал расходы быстрее характерных для этого периода темпов. Это было связано в том числе с авансированием части государственных расходов и реализацией инвестиционных проектов. Расходы финансировались за счет налогов, размещения ОФЗ и снижения депозитов

СОСТОЯНИЕ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА
(трлн руб.)

Рис. 4.4



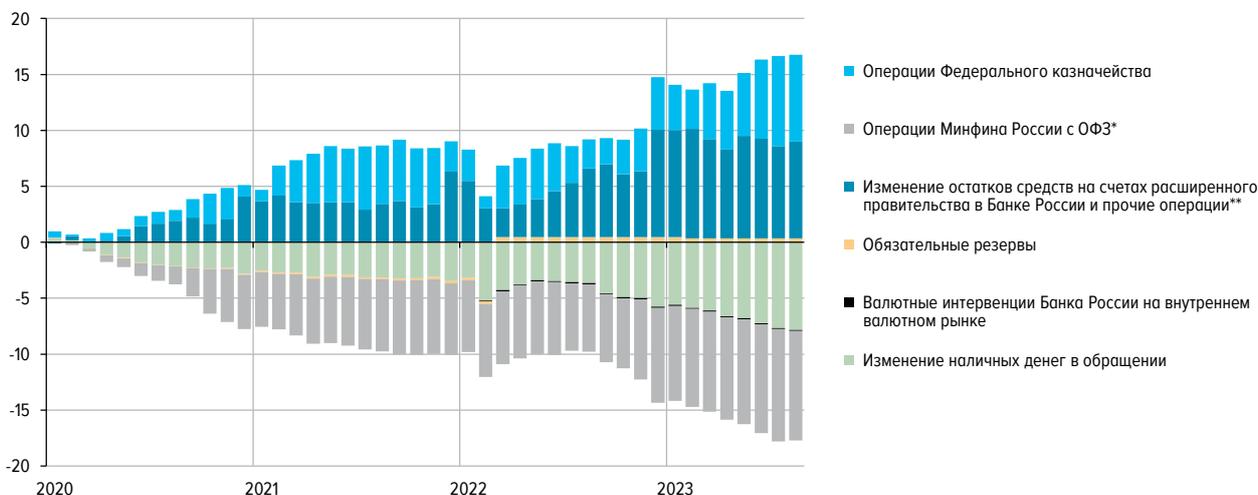
Источник: расчеты Банка России.

⁶ В среднем по ПУ обязательных резервов в январе – сентябре баланс ликвидности снизился с профицита 3,4 трлн рублей до нулевого уровня. Рассматриваются ПУ обязательных резервов с 18 января по 12 сентября 2023 года.

⁷ В течение ПУ банки должны поддерживать на корсчетах столько средств, чтобы в среднем за ПУ этот уровень был не ниже величины, необходимой для выполнения обязательных резервных требований. Если в течение ПУ происходит значительное повышение ключевой ставки, то банки стремятся поддержать на корсчетах больше средств в период до повышения и уменьшить остатки в оставшиеся дни ПУ. Для этого они могут привлечь дополнительную ликвидность, в том числе через операции рефинансирования Банка России. Это позволяет банкам несколько снизить свои издержки по выполнению усреднения обязательных резервов.

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

Рис. 4.5



* 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: Банк России.

ФК в банках. Кроме того, с середины января 2023 года Минфин России возобновил проведение операций с иностранной валютой в рамках реализации бюджетного правила⁸. Также в банковский сектор поступили средства ФНБ, направленные на покупку акций и облигаций ряда компаний⁹. В результате в январе – августе 2023 года бюджетные операции способствовали притоку ликвидности в банки.

Дополнительный приток средств ФК в банковский сектор сформировался из-за снижения остатков на едином казначейском счете (ЕКС) за счет развития краткосрочных инструментов размещения средств: в конце апреля – счетов сроком овернайт, а в начале июня – пополняемых банковских депозитов, которые предусматривают возможность досрочного возврата всей или части суммы депозита по инициативе ФК в любой рабочий день¹⁰. Размещение средств на таких условиях снижает риски возникновения у ФК кассового разрыва и позволяет более эффективно управлять остатками бюджетных средств.

С учетом динамики структурного профицита ликвидности и в целях дальнейшей девальютизации балансов кредитных организаций Банк России в 2023 году, начиная с апрельского ПУ, трижды (с марта, апреля, июня) повышал НОР. При этом в майском ПУ впервые были применены дифференцированные НОР по обязательствам в валю-

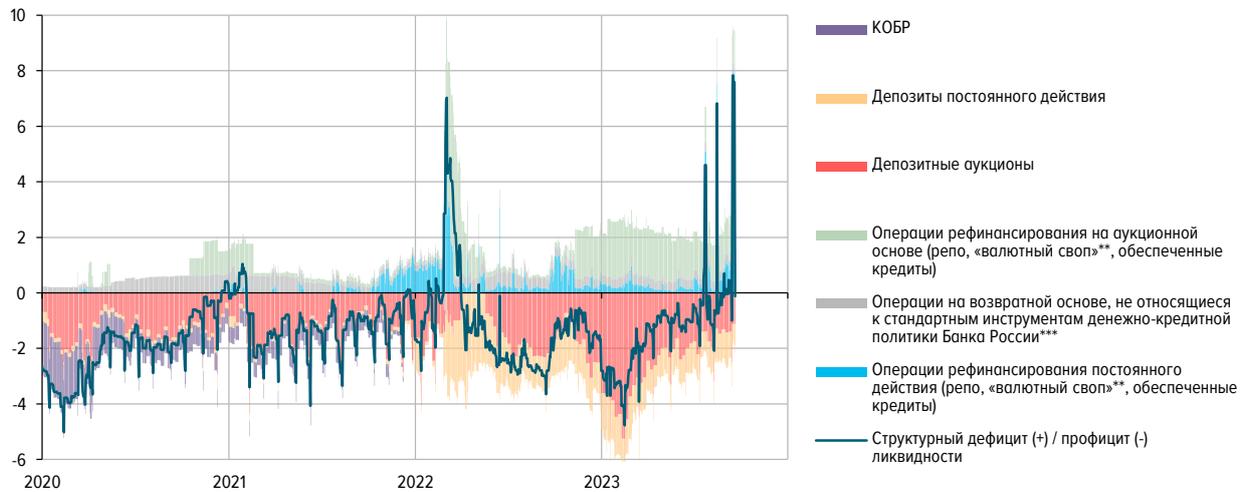
⁸ Операции на валютном рынке в рамках бюджетного правила компенсируют влияние изменения бюджетных доходов на ликвидность банковского сектора. При низких ценах на нефть клиенты банков перечисляют в бюджет меньший объем налогов. И наоборот: при высоких – больший. При прочих равных при фиксированном уровне бюджетных расходов формируется бюджетный дефицит или профицит. В отсутствие продажи или покупки валюты на рынке это приводит, соответственно, к притоку или оттоку средств со счетов кредитных организаций. С 10 августа 2023 года до конца 2023 года Банк России не осуществляет покупку иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках зеркалирования регулярных операций Минфина России, связанных с реализацией бюджетного правила.

⁹ С 1 августа 2023 года Банк России осуществляет операции по продаже иностранной валюты в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России. Эти операции снижают приток средств в банки по бюджетному каналу.

¹⁰ Впервые ФК разместило средства на счетах овернайт в конце апреля, на пополняемых депозитах – 1 июня 2023 года.

СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ*
(трлн руб.)

Рис. 4.6



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

** Специализированные инструменты рефинансирования Банка России, кредиты, предоставленные Банком России в рамках безотзывных кредитных линий, операции «валютный своп» по продаже Банком России иностранной валюты за рубли.

*** Операции «валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли.

Источник: Банк России.

тах дружественных и недружественных стран. В отношении последних установлены наиболее высокие нормативы. В общей сложности за 2023 год НОР по обязательствам в рублях увеличены на 1,5 п.п., до 4,5% (для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций), по обязательствам в валютах дружественных стран – на 0,5 п.п., до 6%, недружественных стран – на 1 п.п., до 8,5%. Итоги регулирования размера обязательных резервов за июль показали, что обязательства в рублях составили 84,6% резервируемых обязательств, в валютах дружественных стран – 5,5%. При этом объем резервируемых обязательств кредитных организаций с январского по августовский ПУ увеличился на 13,3 трлн рублей. В результате обязательные резервы, которые кредитные организации должны поддерживать в Банке России, возросли на 2,1 трлн рублей.

Несмотря на общий профицит ликвидности, у ряда крупных банков в начале года сохранялась потребность в привлечении рефинансирования. Поэтому Банк России продолжил в 2023 году проводить аукционы репо на длительные сроки – 1 месяц и 1 год. При этом в рамках операций репо сроком на 1 месяц в январе 2023 года Банк России начал предоставлять средства по плавающей ставке, привязанной к ключевой ставке, увеличенной на 0,1 процентного пункта¹¹. Такой подход позволяет лучше транслировать сигнал денежно-кредитной политики в экономику.

По мере снижения дисбалансов в распределении ликвидности в банковском секторе и сокращения потребности банков в привлечении средств у Банка России с февраля 2023 года началось последовательное сокращение лимитов по операциям репо на срок 1 месяц с максимального значения в 1,5 трлн рублей, действовавшего с ноября с 2022 года, до 0,1 трлн рублей с июля 2023 года. С августа 2023 года Банк России обнулil лимиты по аукционам репо на срок 1 год. На 2024 год график аукционов длинного репо не предусмотрен. При этом данные операции останутся в перечне

¹¹ Ранее плавающие ставки применялись только по операциям репо сроком до 1 года, а также по кредитам, в том числе обеспеченным нерыночными активами, на срок более 1 дня.

инструментов денежно-кредитной политики Банка России и в случае необходимости могут быть использованы для предоставления кредитным организациям средств на длительный период.

В этих условиях Банк России сократил максимальный объем привлекаемых на депозитных аукционах средств в среднем с 5,5 трлн рублей в январе до 1,6 трлн рублей в августе. В то же время Банк России продолжил проводить в последний день ПУ депозитные аукционы «тонкой настройки». Такой подход позволил Банку России абсорбировать избыточную ликвидность банков и поддержать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки, что является операционной целью денежно-кредитной политики Банка России.

Помимо операций по предоставлению и абсорбированию ликвидности, цель проведения которых заключается в управлении ставками денежного рынка, Банк России может совершать операции с банками в иных целях. Так, Банк России предоставляет кредиты для оказания помощи приоритетным секторам экономики. В частности, речь идет о предоставлении кредитов по ставкам ниже ключевой ставки для поддержки инвестиционных проектов, предприятий, экспортирующих несырьевые товары, а также малого и среднего бизнеса. В 2023 году Банк России продолжил совершенствовать специализированные механизмы рефинансирования. Однако объем предоставления средств в рамках этих инструментов по-прежнему ограничен. Это позволяет сохранить действенность процентной политики Банка России. Кроме того, 19 января 2023 года Банк России приступил к проведению сделок «валютный своп» по продаже юаней за рубли. Цель этих операций – ограничить волатильность процентных ставок денежного рынка при формировании временного дисбаланса в спросе и предложении юаневой ликвидности.

ПРОГНОЗ ЛИКВИДНОСТИ

Профицит ликвидности в среднем за декабрьский ПУ¹² составил 2,3 трлн рублей, на конец 2022 года – 2,8 трлн рублей. Это ниже прогноза Банка России в размере 3,3–3,9 трлн рублей на 1 января 2023 года, представленного в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов. Основными факторами отклонения были больший, чем ожидалось, рост спроса на наличные деньги и увеличение остатков на корреспондентских счетах банков выше уровня, необходимого для равномерного усреднения обязательных резервов. При этом приток средств за счет бюджетных операций, напротив, был больше прогноза.

Рост объема наличных денег в обращении в IV квартале 2022 года был выше сезонной нормы. Часть перетока средств с банковских счетов в наличные была обусловлена спросом со стороны населения. Население склонно более активно снимать со своих банковских счетов наличные деньги в условиях повышения экономической неопределенности. Часть этих средств затем хранится в виде ликвидных сбережений, часть – используется для проведения текущих расчетов вместо безналичных платежей. При этом повышенный спрос на наличные деньги сам по себе не приводит к росту инфляции. Общий объем денежной массы при снятии со счетов наличных денег не возрастает, а лишь изменяется ее состав – объем средств на банковских счетах

¹² Рассматривается ПУ с 14 декабря 2022 года по 17 января 2023 года.

уменьшается, на аналогичную сумму увеличиваются наличные на руках у населения. Поэтому покупательная способность денег, находящихся в распоряжении населения, остается неизменной, а дополнительного спроса на товары и услуги при этом не возникает. Со временем неизрасходованные средства могут возвращаться на счета в банки.

Расходы бюджета в IV квартале 2022 года выросли по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Частично они были профинансированы средствами ФНБ. Из-за изменения внешних экономических условий и инфраструктурных ограничений Банк России с конца января 2022 года не зеркалировал операции со средствами ФНБ на валютном рынке, поэтому они привели к притоку средств в банки и росту профицита ликвидности. Временно свободные бюджетные средства Федеральное казначейство размещало на депозиты в банках. В целом влияние операций бюджета и источников финансирования бюджетного дефицита учитывается Банком России в прогнозе инфляции и решениях по денежно-кредитной политике. Поэтому дополнительных рисков для роста инфляции этот фактор также не несет.

Прогноз структурного баланса ликвидности на конец 2023 года оценивается в диапазоне от профицита 0,7 трлн рублей до дефицита 0,2 трлн рублей. Средний за декабрьский ПУ баланс ликвидности оценивается в диапазоне от профицита 0,6 трлн рублей до дефицита 0,3 трлн рублей. В зависимости от проводимой бюджетной политики эта величина может существенно меняться. Банк России в своих оценках руководствуется в первую очередь планами Минфина России, опубликованными в федеральном законе о бюджете¹³, а также учитывает сложившуюся практику прошлых лет. Прогноз Банка России предполагает постепенный возврат к формированию расходов в соответствии с бюджетным правилом в 2025–2026 годах. В рамках переходного периода 2023–2024 годов ожидается сохранение структурного первичного дефицита. Это предполагает финансирование части бюджетных расходов за счет средств ФНБ сверх бюджетного правила. Эти операции не зеркалируются на валютном рынке, поэтому они приведут к притоку ликвидности в банки. При этом операции по продаже (покупке) иностранной валюты в рамках реализации бюджетного правила (до 10 августа 2023 года) и продажи иностранной валюты в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России (с 1 августа 2023 года), напротив, зеркалируются на внутреннем валютном рынке.

Увеличение объема наличных денег в обращении по итогам года прогнозируется в диапазоне 2,5–3,0 трлн рублей. Доля наличных денег в общем объеме денежной массы при такой динамике показателя к концу 2023 года снижается по сравнению с уровнем на начало года. Однако прогнозируемый темп роста данного показателя превышает значения прошлых лет.

Прогноз обязательных резервов учитывает рост данного показателя в рассматриваемом периоде за счет общего увеличения широкой денежной массы. Реализованные Банком России в 2023 году этапы повышения нормативов обязательных резервов также отражены в представленной оценке. В результате к концу 2023 года при равномерном усреднении обязательных резервов банками объем их средств на корреспондентских счетах в Банке России составит 4,2–4,4 трлн рублей.

¹³ Федеральный закон от 05.12.2022 № 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов».

Оттоку ликвидности из банков на всем рассматриваемом горизонте будет способствовать увеличение объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает постепенное снижение доли наличных денег в общем объеме денежной массы в национальном определении, в том числе за счет дальнейшего расширения практики использования безналичных расчетов. Кроме того, обязательные резервы банков будут расти в соответствии с общим увеличением широкой денежной массы.

Проведение с 2024 года на внутреннем валютном рынке регулярных операций по покупке (продаже) иностранной валюты в рамках бюджетного правила и зеркалирование операций в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России снизят влияние бюджетных операций на ликвидность банковского сектора. В результате на трехлетнем горизонте может сохраниться пограничная ситуация с ликвидностью. В зависимости от операций бюджета и сезонной динамики прочих факторов возможно формирование в отдельные периоды как дефицита, так и профицита ликвидности.

ВРЕЗКА 8. ТРАНСФОРМАЦИЯ МЕХАНИЗМОВ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ

Банк России с 16 октября 2023 года трансформирует стандартный механизм предоставления ликвидности¹ в основной и дополнительный механизмы (ОМ и ДМ). Задачи операций, проводимых в рамках ОМ и ДМ, будут различаться, как и их основные параметры – ставки, обеспечение, сроки предоставления средств. При этом подходы Банка России к управлению ликвидностью банковского сектора и возможность банков привлекать рефинансирование в Банке России не изменятся. Критерий доступа кредитных организаций к операциям Банка России – наличие кредитного рейтинга не ниже установленного – также останется неизменным и будет единым для ОМ и ДМ.

Задача операций ОМ – обеспечить достижение операционной цели денежно-кредитной политики, то есть обеспечить формирование ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. С помощью аукционов по предоставлению ликвидности Банк России продолжит регулировать общий объем ликвидности в банковском секторе. Однодневные операции

ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ОПЕРАЦИЙ ОМ И ДМ

Табл. В-8-1

Механизм	Назначение	Операции	Срок	Ставка	Обеспечение	
Основной механизм (ОМ)	Управление совокупным объемом ликвидности банковского сектора и достижение операционной цели денежно-кредитной политики	Аукционы	1–6 дней	Минимальная: КС (фиксированная)	Ценные бумаги, входящие в ЛС и принимаемые по операциям ОМ	
			1 неделя	Минимальная: КС (фиксированная)	Ценные бумаги, входящие в ЛС и принимаемые по операциям ОМ	
			1 месяц	Минимальная: КС + 0,1 п.п. (плавающая)	ОФЗ, субфедеральные и муниципальные облигации	
			1 год	Минимальная: КС + 0,25 п.п. (плавающая)	ОФЗ, субфедеральные и муниципальные облигации	
		Кредиты под нерыночные активы	3 месяца	Минимальная: КС + 0,25 п.п. (плавающая)	Права требования по кредитным договорам, принимаемые по операциям ОМ	
		Репо	1 день	КС + 1 п.п. (фиксированная)	Ценные бумаги, входящие в ЛС и принимаемые по операциям ОМ	
Дополнительный механизм (ДМ)	Реализация Банком России функции «кредитора последней инстанции» – предоставление ликвидности отдельным КО, столкнувшимся с временной ее нехваткой	Операции постоянного действия	ВДК / кредиты овернайт	1 день	Нет / КС + 1 п.п. (фиксированная)	Ценные бумаги, входящие в ЛС и принимаемые по операциям ОМ и ДМ, и права требования по кредитным договорам, принимаемые по операциям ОМ и ДМ
			Ломбардные кредиты / кредиты под нерыночные активы	1–30 дней	КС + 1 п.п. (плавающая)	Ценные бумаги, входящие в ЛС и принимаемые по операциям ОМ, и права требования по кредитным договорам, принимаемые по операциям ОМ
			Репо	1–180 дней	КС + 1,75 п.п. (плавающая)	Ценные бумаги, входящие в ЛС и принимаемые по операциям ДМ
Дополнительный механизм (ДМ)	Реализация Банком России функции «кредитора последней инстанции» – предоставление ликвидности отдельным КО, столкнувшимся с временной ее нехваткой	Операции постоянного действия	Кредиты под нерыночные активы	1–180 дней	КС + 1,75 п.п. (плавающая)	Права требования по кредитным договорам, принимаемые по операциям ДМ

¹ Стандартный механизм направлен на достижение операционной цели денежно-кредитной политики, включает проводимые операции репо в рублях и предоставляемые в соответствии с условиями обеспеченные кредиты, отличается от специализированных механизмов рефинансирования, направленных на поддержание кредитования отдельных отраслей, сегментов, секторов экономики.

постоянного действия, как и ранее, будут ограничивать волатильность ставок денежного рынка, формируя верхнюю границу процентного коридора. Внутрдневной кредит (ВДК) Банка России также отнесен к ОМ.

Банки также смогут использовать и операции в рамках ДМ. С учетом более высокой стоимости привлечения средств банки будут склонны обращаться к ДМ в случае отсутствия возможности привлечения необходимого объема средств на денежном рынке или через ОМ. ДМ заменит механизм экстренного предоставления ликвидности (МЭПЛ). При этом, в отличие от МЭПЛ, операции ДМ будут доступны постоянно: кредитным организациям для обращения к ним не нужно будет соответствовать дополнительным критериям, сдавать специальную отчетность, объяснять необходимость привлечения средств.

Банк России также разделит все обеспечение по операциям предоставления ликвидности на две группы: ОМ и ДМ. В обе группы войдет как рыночное, так и нерыночное обеспечение. К группе ОМ будут относиться ценные бумаги и права требования по кредитным договорам с наиболее высоким кредитным качеством. Все остальные ценные бумаги и нерыночные активы (НРА) будут относиться к группе ДМ. С учетом особой роли ВДК в проведении банками платежей обеспечением для ВДК станут активы, относящиеся как к группе ОМ, так и к группе ДМ.

После перехода к ОМ/ДМ Банк России сохранит контрциклический подход к обеспечению. При этом Банк России не планирует существенно менять требования к ценным бумагам и нерыночным активам для их включения в общий пул обеспечения (ОМ+ДМ). Контрциклический подход будет влиять на распределение активов между ОМ и ДМ. Если

ПРИНИМАЕМЫЕ В ОБЕСПЕЧЕНИЕ АКТИВЫ ПО ОПЕРАЦИЯМ ОМ И ДМ

Табл. В-8-2

	ОМ	ДМ*
Активы – операции	Ценные бумаги – по репо и кредитам, нерыночные активы – по кредитам	Ценные бумаги – по репо, нерыночные активы – по кредитам
Ценные бумаги, включенные в Ломбардный список Банка России	<ul style="list-style-type: none"> Облигации, выпущенные от имени Российской Федерации** Облигации Банка России Корпоративные***, субфедеральные и муниципальные облигации, при условии, что: <ul style="list-style-type: none"> у выпуска/эмитента облигаций есть не менее двух кредитных рейтингов от кредитных рейтинговых агентств**** все имеющиеся кредитные рейтинги должны быть не ниже «АА-»***** 	<ul style="list-style-type: none"> Облигации, не включенные в ОМ, при условии, что: <ul style="list-style-type: none"> у выпуска/эмитента облигаций есть хотя бы один кредитный рейтинг от кредитных рейтинговых агентств все имеющиеся кредитные рейтинги должны быть не ниже «А-»***** Облигации с ипотечным покрытием, обеспеченные солидарным поручительством АО «ДОМ.РФ» Облигации, обеспеченные государственными гарантиями Российской Федерации
Нерыночные активы – права требования по кредитным договорам	<ul style="list-style-type: none"> Нерыночные активы, при условии, что: <ul style="list-style-type: none"> у обязанного лица есть не менее двух кредитных рейтингов от кредитных рейтинговых агентств все имеющиеся кредитные рейтинги должны быть не ниже «АА-» 	<ul style="list-style-type: none"> Нерыночные активы, не соответствующие требованиям ОМ, при условии, что: <ul style="list-style-type: none"> у обязанного лица есть хотя бы один кредитный рейтинг от кредитных рейтинговых агентств все имеющиеся кредитные рейтинги должны быть не ниже «А-» Нерыночные активы, обязанными лицами по которым являются юридические лица, у которых нет кредитных рейтингов, с оценкой кредитного риска по методике Банка России на уровне, соответствующем кредитному рейтингу не ниже «А-» Нерыночные активы, по которым обязанным лицом является Российская Федерация

* Принимаемые по операциям ДМ активы могут также использоваться по ВДК и кредитам овернайт, относящимся к ОМ.

** Облигации, выпущенные от имени Российской Федерации, выраженные в иностранной валюте, централизованный учет прав на которые осуществляют иностранные депозитарии, могут использоваться в качестве обеспечения только в операциях кредитования Банка России.

*** В обеспечение по операциям ОМ/ДМ не принимаются корпоративные еврооблигации, а также облигации кредитных организаций (кроме выпущенных кредитными организациями облигаций с ипотечным покрытием), облигации страховых организаций, облигации международных финансовых организаций.

**** Здесь и далее – кредитные рейтинговые агентства АКРА (АО), АО «Эксперт РА», ООО «НКР» и ООО «НРА».

***** Здесь и далее – «АА- (RU)»/«гуАА-»/«АА-гу»/«АА-/гу/» по классификации АКРА (АО)/АО «Эксперт РА»/ООО «НКР»/ООО «НРА» (в части кредитных рейтингов, одобренных для формирования обеспечения по ОМ и ДМ).

***** Здесь и далее – «А- (RU)»/«гуА-»/«А-гу»/«А-/гу/» по классификации АКРА (АО)/АО «Эксперт РА»/ООО «НКР»/ООО «НРА» (в части кредитных рейтингов, одобренных для формирования обеспечения по ОМ и ДМ).

в банковском секторе сформировался или ожидается в будущем структурный дефицит ликвидности, Банк России будет переносить обеспечение из ДМ в ОМ. Если же, наоборот, в банковском секторе формируется профицит ликвидности, Банк России сможет ужесточать требования к обеспечению ОМ, перенося его часть в ДМ.

После перехода к новым механизмам общий объем доступного обеспечения у банков практически не изменится. Если бы Банк России перешел на ОМ/ДМ с начала 2023 года, совокупный объем обеспечения у банков составил бы более 20 трлн рублей. При этом около 60% этого обеспечения пришлось бы на ОМ, остальное – на ДМ. В части ценных бумаг, имеющих у банков и включенных в Ломбардный список Банка России, по операциям ОМ будет приниматься почти 90% объема рыночного обеспечения.

Стоимость привлечения ликвидности в Банке России в связи с переходом на новый механизм ОМ/ДМ в целом не изменится. Минимальные ставки на аукционах репо останутся прежними. Ставка по операциям постоянного действия ОМ также будет равна ключевой ставке, увеличенной на 1 п.п., а ставка по операциям ДМ – ключевой ставке, увеличенной на 1,75 процентного пункта. Разница в стоимости привлечения средств между операциями постоянного действия ОМ и операциями ДМ отражает разницу в доходностях соответствующих активов. Кроме того, в банковском секторе в ближайшие годы сохранится структурный профицит ликвидности, и основными операциями Банка России по-прежнему будут депозитные аукционы. Обеспечения ОМ в целом достаточно, чтобы полностью покрыть потребность банков в привлечении ликвидности. Ситуации, когда у кредитных организаций будет недостаточно обеспечения ОМ и им придется прибегать к ДМ, будут иметь разовый характер.

Переход на ОМ/ДМ сделает систему инструментов предоставления ликвидности более гибкой и эффективной. Особенностью российского банковского сектора являются масштабные перетоки ликвидности. Под действием автономных факторов формирования ликвидности потребность кредитных организаций в рефинансировании может резко меняться². При этом обеспечение, которым располагают российские кредитные организации, достаточно разнородное как по типу (ценные бумаги и кредитные требования), так и по кредитному качеству. Поэтому после трансформации Банку России важно сохранить возможность в короткие сроки предоставить банкам большой объем ликвидности под широкий перечень обеспечения. В то же время в ситуации, когда потребность банков в ликвидности невелика, Банк России стремится предоставлять ее под обеспечение наиболее качественных активов. Переход на ОМ/ДМ позволяет Банку России достичь баланса между этими целями.

² Так, с 24.02.2022 по 02.03.2022 Банк России предоставил кредитным организациям с помощью возвратных операций около 8,5 трлн рублей.

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является ценовая стабильность, то есть устойчиво низкая и предсказуемая инфляция. Базовым инструментом, используемым для достижения этой цели, является ключевая ставка (см. раздел 1 [«Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»](#)). Ключевая ставка прямо или косвенно влияет на все сегменты финансового рынка, через них – на сбережения, потребление, инвестиции и в итоге – на совокупный спрос в экономике и уровень цен ([схема](#)). Комплекс взаимосвязей между экономическими процессами, позволяющий влиять на инфляцию через изменение ключевой ставки центрального банка, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики.

Трансмиссионный механизм представляет собой сложную динамичную систему. Во-первых, наряду с ключевой ставкой на динамику цен в экономике влияет множество факторов, не зависящих от денежно-кредитной политики, в том числе политические, климатические, демографические и технологические. Принимая решение об изменении ключевой ставки, центральный банк учитывает текущее состояние внешних по отношению к денежно-кредитной политике факторов и перспективы их изменения в будущем.

Во-вторых, как и экономика в целом, трансмиссионный механизм развивается. Особенно это было заметно в последние годы, когда масштабные изменения, связанные с пандемией COVID-19 и геополитической нестабильностью 2022–2023 годов, так или иначе повлияли на все экономические процессы, в том числе на звенья трансмиссионного механизма. Но и не столь масштабные экономические изменения (к примеру, цифровизация или девальютизация российской экономики) сказываются на функционировании трансмиссионного механизма. Поэтому могут меняться и подходы к реализации денежно-кредитной политики, отражая изменения в условиях ее проведения. В настоящем приложении описываются либо общие закономерности функционирования трансмиссионного механизма, либо специфические условия его функционирования в последние годы¹.

В-третьих, экономические процессы, в том числе являющиеся частью трансмиссионного механизма, отличаются нелинейностью. Одни и те же изменения экономических показателей не всегда влекут за собой сопоставимые изменения зависимых от них переменных. Зачастую влияние носит асимметричный характер – реакция на определенное увеличение показателя может быть сильнее или слабее, чем реакция на его снижение на ту же величину. Самое известное из проявлений асимметрии – так называемый эффект храповика, заключающийся в том, что под влиянием

¹ В более ранние периоды также имелись специфические факторы, влиявшие на функционирование трансмиссионного механизма и реализацию денежно-кредитной политики. Описание этих факторов можно найти в предыдущих выпусках [Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики](#) (http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkpr/).

проинфляционных факторов цены растут быстрее и сильнее, чем снижаются под влиянием дефляционных факторов. Вследствие этого снижение инфляции может длиться дольше, чем ее рост.

В ряде случаев характер влияния одних экономических переменных на другие зависит от состояния экономики. Важнейшей из таких взаимосвязей является влияние денежно-кредитной политики на экономический рост. Такое воздействие эффективно в тех случаях, когда денежно-кредитная политика способствует возвращению экономики к долгосрочному равновесию (восстановлению экономической активности в период рецессии или охлаждению перегретой экономики), закрытию разрыва выпуска (см. врезку 7 [«Концепция равновесного состояния экономики и отклонений от него основных макроэкономических переменных»](#)). В противном случае влияние денежно-кредитной политики на экономический рост неустойчиво и в определенной степени противоречиво. К примеру, при недозагруженности факторов производства мягкая денежно-кредитная политика в краткосрочной перспективе может способствовать снижению рыночных ставок до уровня ниже нейтрального (см. врезку 3 [«Нейтральная процентная ставка»](#)) и стимулировать экономический рост за счет дополнительной загрузки факторов производства. Однако, если проводить мягкую денежно-кредитную политику в течение длительного времени, спрос растет быстрее, чем возможности наращивания выпуска, что неизбежно ведет к росту инфляции. Повышение инфляционных ожиданий и оценки инфляционных рисков, в свою очередь, снижают готовность инвесторов размещать средства на длительный срок, сокращают доступность инвестиционных ресурсов для предприятий и в итоге могут сдерживать экономическую активность.

Банк России учитывает сложность, нелинейность и изменчивость трансмиссионного механизма и анализирует его текущее состояние при разработке решений по денежно-кредитной политике.

Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике

Базовым элементом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики является влияние ключевой ставки Банка России на ставки и доходность на основных сегментах российского финансового рынка. Это влияние реализуется в несколько этапов ([схема](#)).

На первом этапе изменение ключевой ставки приводит почти к мгновенному изменению однодневных ставок денежного рынка, прежде всего ставок по МБК. Банк России управляет ликвидностью банковского сектора, абсорбируя избыточную ликвидность или предоставляя недостающую (раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2023 году и 2024–2026 годах»](#)). За счет этого ставки денежного рынка постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России.

На втором этапе изменения однодневных ставок денежного рынка транслируются в динамику ставок денежного рынка большей срочности. Банки и другие участники денежного рынка могут выбирать между последовательным совершением множества однодневных сделок и одной сделкой на более длительный срок. Соответственно, на средне- и долгосрочные ставки влияет не только текущий уровень однодневных ставок, зависящий от ключевой ставки, но и ожидания его будущего изменения, в значительной мере определяемые заявлениями и прогнозами Банка России – прежде всего сигналом о возможных решениях по денежно-кредитной политике в буду-

щем. Ожидания повышения ключевой ставки способствуют росту ставок по средне- и долгосрочным МБК, а ожидания снижения ключевой ставки – их уменьшению.

Крупные банки и финансовые компании, совершающие операции на денежном рынке, как правило, являются также участниками рынка облигаций, особенно сегмента безрисковых государственных облигаций федерального займа. У таких участников рынка всегда есть выбор между размещением средств на денежном рынке и на рынке ценных бумаг. Отдавая предпочтение более доходному варианту, они способствуют сближению ставок МБК и доходности облигаций. Поэтому чаще всего изменение доходности облигаций происходит почти синхронно с изменением ставок по МБК сопоставимой срочности. Значения ставки МБК и доходности ОФЗ, как правило, не совпадают в силу различий в ликвидности этих инструментов (облигации могут быть проданы или заложены банком, испытывающим затруднения с ликвидностью), профиле рисков (в отличие от ОФЗ по МБК существует кредитный риск) и режиме налогообложения. Однако направление и скорость изменения ставок МБК и доходности ОФЗ чаще всего сопоставимы² (расхождения в динамике, связанные с отдельными крупными сделками или различиями в составе участников рынков, встречаются, но они носят локальный характер).

Доходность корпоративных облигаций, как правило, превышает доходность ОФЗ сопоставимой срочности на премию за кредитный риск, связанный с конкретным эмитентом. Соответственно, за изменением доходности гособлигаций следует сопоставимое изменение доходности корпоративных облигаций. Однако из-за корректировки оценки рисков эмитента динамика доходности корпоративных облигаций может расходиться с доходностью ОФЗ (как это, к примеру, происходило в середине 2022 года, когда доходность ОФЗ уже вернулась к уровню начала года, а доходность корпоративных облигаций все еще существенно превышала соответствующее значение).

Поскольку ставки по средне- и долгосрочным МБК и доходность облигаций определяются не только уровнем ключевой ставки, но и ожиданиями ее будущего изменения, зачастую средне- и долгосрочные ставки начинают изменяться не после пересмотра ключевой ставки, а до него – когда у участников рынка формируются устойчивые ожидания того, что ключевая ставка будет изменена в обозримом будущем. Примером может быть снижение доходности облигаций в начале 2019 года или повышение в начале 2021 года – за несколько месяцев до соответствующего пересмотра ключевой ставки.

Обратная сторона влияния ожиданий на долгосрочные ставки – сравнительно мягкая реакция на масштабное повышение ключевой ставки. Участники рынка понимают, что рост ставок носит временный характер, после купирования инфляционных рисков ключевая ставка снизится, и учитывают ожидаемое снижение в долгосрочных ставках и доходности. Примером этого может служить первая половина 2022 года, когда прирост доходности облигаций был почти вдвое меньше, чем прирост ключевой ставки.

² Здесь и далее (в том числе на схеме) характеризуется наиболее общая логика экономических процессов. Наряду с охарактеризованными в тексте причинно-следственными связями имеются менее значимые, не столь устойчивые, действующие лишь при определенных условиях. К примеру, снижение ставок по краткосрочным МБК ниже уровня инфляции, как правило не приводит к сопоставимому понижению долгосрочных ставок, так как инвесторы не заинтересованы в размещении средств по ставке, не компенсирующей инфляционное обесценение их вложений. Это одна из причин того, что в длительный период околонулевых значений ставки ФРС США доходность долгосрочных гособлигаций США снизилась слабее, чем краткосрочные ставки.

По оценкам Банка России, повышение однодневной ставки МБК на 1 п.п. в течение двух недель приводит к росту ставок МБК сроком менее 1 года на 0,6–1 п.п.; ставок сроком от 1 года до 3 лет – на 0,2–0,5 п.п.; ставок сроком более 3 лет – от 0,1 до 0,2 процентного пункта³. Чем выше срочность операций, тем слабее реакция ставок на изменение однодневных МБК. Это может объясняться ожиданиями возвращения ключевой ставки к нейтральному уровню в среднесрочной перспективе. Степень переноса изменений ключевой ставки в рыночные ставки на более длительные сроки в последние годы несколько снизилась, что может отражать растущее доверие к денежно-кредитной политике Банка России по мере накопления опыта успешного сдерживания инфляции.

В последние годы трансмиссия изменений ключевой ставки на доходность облигаций была «зашумлена» в связи с внешними шоками, возросшей экономической и геополитической неопределенностью. Так, введение карантинных ограничений весной 2020 года и рост геополитической напряженности осенью 2022 года сопровождались локальными пиками доходности облигаций, несмотря на отсутствие ожиданий роста ключевой ставки (в первом случае, даже несмотря на ее снижение). Введение санкций против эмитентов также проявлялось в колебаниях доходности их облигаций. Однако влияние таких шоков на конъюнктуру рынка носило локальный характер, вскоре доходность облигаций стабилизировалась. Поэтому указанные шоки не препятствовали функционированию трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

На третьем этапе доходность облигаций и долгосрочные ставки денежного рынка влияют на формирование ставок по банковским кредитам и депозитам. Во-первых, кредиты, облигации и долгосрочные сделки на денежном рынке для банков являются взаимозаменяемыми инструментами. Крупные компании могут привлекать средства как на кредитном рынке, так и на рынке облигаций. Соответственно, ставки по кредитам и доходность облигаций должны быть сопоставимы (с поправкой на различия в издержках, уровне рисков и нормах регулирования). Во-вторых, с развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг упрощается инвестирование населения в облигации. Следовательно, если депозитные ставки растут медленнее, чем доходность облигаций (или снижаются быстрее), часть вкладчиков начинает отдавать предпочтение облигациям, что вынуждает банки скорректировать депозитные ставки. В-третьих, многие крупные банки с диверсифицированной линейкой продуктов используют доходность ОФЗ или ставки долгосрочных МБК как точку отсчета для формирования ставок по своим операциям (см. врезку 11 [«Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям»](#)).

Влияние ставок денежного рынка и доходности облигаций на кредитные ставки медленнее, слабее и неоднороднее, нежели взаимовлияние ставок на первом и втором этапах. Это связано с индивидуальными условиями кредитных контрактов (обеспечение, график погашения, ковенанты), влияющими на ставки по кредитам, широким распространением кредитных линий (вследствие чего на условия очередного транша

³ Здесь и далее (если прямо не указано обратное) подразумевается, что влияние одних экономических показателей на другие является симметричным. К примеру, если указано, что прирост однодневной ставки способствует повышению ставок по кредитам сроком до 1 года на 0,6 п.п., то снижение однодневной ставки на 1 п.п. ведет к уменьшению ставки по кредитам сроком до 1 года на те же 0,6 процентного пункта. Кроме того, все оценки приводятся при прочих равных условиях, то есть при неизменности других факторов, которые влияют на итоговый показатель.

влияет не только текущая рыночная конъюнктура, но и параметры кредитной линии), сравнительно долгим периодом заключения сделки (из-за чего фактически сделка может совершаться на несколько недель или даже месяцев позже даты установления ставки). Фактором, ограничивающим потенциал снижения ставок, является инфляция. Депозиты, не защищающие сбережения от инфляционного обесценения, теряют привлекательность для вкладчиков, поэтому банки не могут реагировать на снижение долгосрочных ставок сопоставимым изменением ставок по депозитам (и по фондируемым за счет привлеченных средств кредитам).

Динамика депозитных ставок (и в определенной мере – ставок по розничным кредитам) реагирует на изменение ставок денежного рынка и доходности облигаций с определенным лагом также из-за стандартного характера этих инструментов. Изменение ставок по таким инструментам требует принятия решений по процентной политике банка. Кроме того, формирование ставок по кредитам и депозитам связано со спецификой банковского бизнеса, подверженного процентному риску (при росте рыночных ставок вкладчики могут досрочно прерывать вклады и размещать их по возросшим ставкам, тогда как ставки по «старым» кредитам остаются неизменными; при снижении ставок заемщики могут рефинансировать кредиты по более низким ставкам при сохранении ставок по «старым» депозитам). Стремясь избежать реализации процентного риска, ситуации, когда банку придется платить высокие проценты по своим обязательствам, получая низкие процентные доходы по своим активам, банки асимметрично реагируют на повышение и снижение ставок. При снижении ставок банки понижают кредитные ставки медленнее, чем депозитные, при повышении – опережающими темпами увеличивают кредитные ставки.

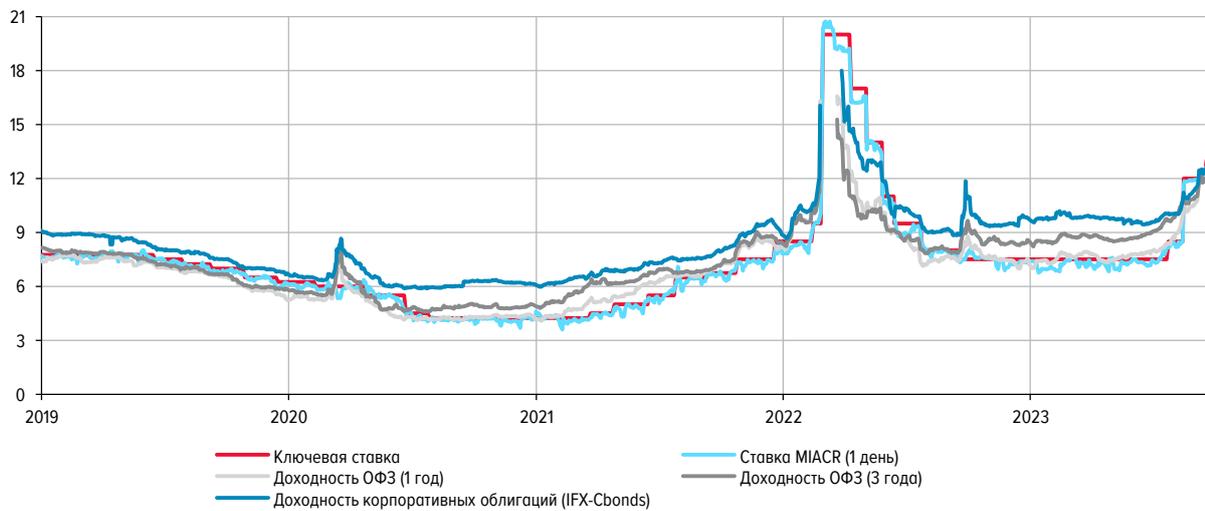
В последние годы возросла значимость еще одного фактора, влияющего на формирование кредитных ставок, – программ льготного кредитования, широко используемых для поддержки экономики в целом и ее отдельных отраслей. В большинстве крупных программ льготного кредитования стоимость заимствования для конечного заемщика не зависит от динамики ключевой ставки. Соответственно, чем больше доля льготных кредитов в оборотах рынка, тем слабее влияние ключевой ставки на кредитные ставки (см. врезку 9 [«Программы льготного кредитования»](#)).

В силу указанных выше особенностей в краткосрочной перспективе влияние денежно-кредитной политики на ставки по депозитам, и в особенности по кредитам, может быть ограниченным. Однако расхождение в ставках по клиентским операциям и операциям на денежном и фондовом рынках влияет на сравнительную привлекательность финансовых операций для банков, ведет к активизации операций банков на более привлекательных сегментах рынка и соответствующей коррекции ставок. В результате в более длительной перспективе изменение ключевой ставки или ожиданий по ней транслируется в кредитные и депозитные ставки.

Кроме того, развитие российского финансового рынка в определенной мере способствует ускорению реакции депозитных и кредитных ставок на изменение денежно-кредитной политики. Распространение и совершенствование форм интернет-банкинга ускоряет заключение договоров, стандартизация кредитных контрактов упрощает сделки и повышает однородность рынка, распространение агрегаторов усиливает межбанковскую конкуренцию и вынуждает банки оперативнее реагировать на изменение ситуации.

ДИНАМИКА СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ
(% годовых)

Рис. П-1-1



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТАВОК ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ
(% годовых)

Рис. П-1-2



Источник: Банк России.

Так, по оценкам Банка России, в 2018–2023 годах около половины изменения доходности ОФЗ переносилось в ставки по долгосрочным кредитам (как на корпоративном, так и на розничном сегментах рынка) в течение одного-двух месяцев⁴. В 2013–2017 годах для этого требовалось до одного квартала. Долгосрочные депозитные ставки подстраивались к изменениям денежно-кредитной политики медленнее, но и их реакция несколько ускорилась (с четырех-пяти месяцев в 2013–2017 годах до трех месяцев в дальнейшем). Влияние на краткосрочные ставки по кредитам и депозитам и ра-

⁴ Здесь и далее охарактеризовано соотношение доходности ОФЗ и среднерыночных ставок. Отдельные банки могут реагировать на изменения существенно медленнее, и полная подстройка кредитного и депозитного рынков к изменившейся ситуации занимает до трех-четырех кварталов.

нее было более быстрым, а к настоящему времени свыше 90% изменений доходности ОФЗ переносится в краткосрочные ставки в течение одного-двух месяцев.

Ставки денежного рынка, доходность облигаций, кредитные и депозитные ставки, складывающиеся под влиянием денежно-кредитной политики, так или иначе влияют почти на любые решения экономических субъектов, определяющие агрегатный спрос в экономике и инфляцию. Отдельные цепочки причинно-следственных связей, обеспечивающие такое влияние, называются каналами трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Процентный канал трансмиссионного механизма

Наиболее значимым каналом трансмиссионного механизма в российской экономике является *процентный канал* (канал процентной ставки), связанный с влиянием процентных ставок на решения о потреблении, инвестировании и сбережении.

Кредитные ставки и доходность облигаций влияют на доступность заемных средств для населения и организаций. Чем дешевле заемные средства, тем привлекательнее приобретение в кредит инвестиционных товаров компаниями или потребительских товаров населением. Дополнительный спрос, финансируемый за счет заимствований, способствует росту цен на рынке соответствующих товаров и вносит свой вклад в инфляцию. Яркий пример – удорожание жилой недвижимости в России в 2020–2022 годах, в период действия масштабных программ льготной ипотеки⁵.

Ставки по депозитам и альтернативным инструментам сбережений влияют на выбор населения между сбережением и потреблением. Чем выше доходность сбережений, тем более население склонно откладывать текущее потребление, рассчитывая в будущем за счет доходов от сбережений приобрести больше товаров или накопить на крупные покупки.

По оценкам Банка России, изменение уровня ставок по кредитам и депозитам приводит к сопоставленному изменению нормы сбережения в течение одного квартала. На протяжении года этот эффект постепенно усиливается, так как на устойчивое изменение ставок со временем реагирует все больше людей, принимая решение о сбережениях и кредитовании.

В последние десятилетия снижение инфляционных рисков в России способствовало росту готовности населения наращивать сбережения, а банков – предоставлять своим клиентам долгосрочные кредиты. В результате плавно росла значимость финансового сектора в национальной экономике. Так, на начало 2023 года требования банков к организациям составляли 46% ВВП (на треть больше, чем в начале 2013 года), требования к населению – 19% (в 1,5 раза больше, чем десятилетием ранее). Депозиты населения росли медленнее (с 21 до 25% ВВП), что объясняется масштабным ростом вложений частных инвесторов в ценные бумаги.

Увеличивающиеся объемы финансовых операций способствовали росту значимости процентного канала трансмиссионного механизма, так как рос потенциальный объем спроса, на который может повлиять изменение рыночных ставок. На отдельных сегментах рынка кредитование стало основным источником спроса. Так, в 2020–2022 годах были выданы ипотечные кредиты, обеспеченные договорами долевого уча-

⁵ По данным Росстата, за три года цена 1 кв. м в типовой квартире на первичном рынке, на котором действовали крупнейшие программы льготной ипотеки, выросла вдвое (на вторичном рынке цены за тот же период выросли на 60%, среднедушевая заработная плата – на 35%, индекс потребительских цен – на 27%).

ствия, на общую сумму 5,4 трлн рублей, что составляет почти две трети поступлений на счета эскроу за этот период. Тогда же были выданы автокредиты на общую сумму 2,5 трлн рублей, что превышает треть от общего объема реализации легковых автомобилей на внутреннем рынке.

В корпоративном сегменте кредитного рынка эффективность процентного канала дополнительно повышало растущее использование кредитов по плавающей процентной ставке. На такие кредиты к середине 2023 года приходилась почти половина корпоративного кредитного портфеля (в начале 2020 года – около трети). Изменение ключевой ставки и зависящих от нее ставок немедленно сказывается на процентных расходах заемщиков по кредитам с плавающей процентной ставкой, влияя на готовность к наращиванию других расходов, а также заинтересованность в привлечении дополнительных заемных средств или досрочном погашении кредитов, привлеченных ранее.

В последние годы в российском финансовом секторе наметились структурные сдвиги, влияющие на эффективность процентного канала денежно-кредитной политики. С одной стороны, в условиях усилившейся экономической неопределенности возросла склонность населения к сбережениям, что ослабляет влияние ставок по розничным кредитам и депозитам на потребительский спрос населения. Широкое использование программ льготного кредитования в период пандемии COVID-19 и роста геополитической напряженности в 2022–2023 годах «зашумляло» работу процентного канала, так как ставки по заметной части кредитных операций не зависели от денежно-кредитной политики. Соответственно, чтобы повлиять на уровень спроса в экономике, могли потребоваться более существенные изменения ключевой ставки.

С другой стороны, растущее санкционное давление на российскую экономику привело к резкому снижению привлекательности и доступности иностранных финансовых инструментов. Российские компании замещали внешний долг заимствованиями у российских банков, преимущественно рублевыми. Продолжалась девальютизация кредитов и депозитов (охарактеризованный выше рост активов и обязательств российских банков обеспечивался исключительно рублевыми операциями, валютные операции за тот же период сократились). В результате усиливалась значимость рублевых финансовых инструментов, на доходность которых влияет денежно-кредитная политика Банка России, для российских компаний и населения. Это создавало условия для роста значимости процентного канала трансмиссионного механизма в национальной экономике.

В краткосрочной перспективе указанные выше эффекты в определенной степени компенсировали друг друга. Однако факторы, снижающие эффективность процентного канала, носили временный характер, по мере структурной перестройки возможно постепенное восстановление потребительской активности и сокращение использования льготных кредитов. В то же время факторы, повышающие эффективность процентного канала, являются структурными, можно ожидать их сохранения в долгосрочной перспективе и, соответственно, роста значимости процентного канала трансмиссионного механизма.

Каналы трансмиссионного механизма, связанные с влиянием процентных ставок на цены активов

Ставки, складывающиеся под влиянием денежно-кредитной политики, действуют также на котировки ценных бумаг. Котировки облигаций прямо зависят от рыночного уровня ставок (чем выше рыночные ставки, тем меньше должна быть цена облигации, чтобы фиксированный купон формировал рыночную доходность). Спрос на акции (и их котировки) растет при снижении рыночных ставок как за счет роста доступности брокерских кредитов, так и за счет ожиданий роста спроса в экономике, прибыли компаний и дохода от вложений в акции.

Котировки ценных бумаг влияют на спрос в экономике сразу по нескольким каналам. Ценные бумаги могут использоваться в качестве обеспечения по банковским кредитам. Ставки по обеспеченным кредитам, как правило, ниже, чем по необеспеченным. Кроме того, банки могут выдать обеспеченный кредит заемщику, которого не считают достаточно надежным, чтобы выдать ему необеспеченный кредит. Поэтому рост котировок ценных бумаг увеличивает доступность заемных средств для владельцев этих бумаг и стимулирует рост кредитования. Такое влияние процентных ставок на объемы кредитования определяется как *балансовый канал* трансмиссионного механизма.

Ценными бумагами владеют не только клиенты банков, но и сами банки. Прибыль от роста стоимости ценных бумаг, принадлежащих банку, является одним из источников банковского капитала. Увеличение банковского капитала, в свою очередь, позволяет банкам выдавать больше кредитов имеющимся заемщикам или расширять круг потенциальных заемщиков. Этот канал обозначается как *узкий кредитный канал* трансмиссионного механизма.

Значимость обоих каналов в российской экономике пока ограничена. Кредиты, обеспечением которых являются ценные бумаги, составляют менее 4% от корпоративного кредитного портфеля. При кредитовании населения залог ценных бумаг используется еще реже. Значимость узкого кредитного канала ограничена как долей ценных бумаг в банковских активах (акции и доли в капитале – менее 3%, облигации – около 15%), так и значительным запасом прочности по капиталу. В первые месяцы 2023 года норматив достаточности собственного капитала Н1.0 приближался к 13%, в 1,5 раза превысив минимальное значение норматива. Кроме того, в случае значительных колебаний рыночных ставок и котировок ценных бумаг в России могут вводиться регуляторные послабления, благодаря чему убытки от переоценки ценных бумаг переносятся на капитал не сразу. Однако в последние десятилетия рост внутреннего рынка облигаций устойчиво опережает рост кредитного рынка, поэтому в долгосрочной перспективе можно ожидать постепенного роста значимости балансового и узкого кредитного каналов.

Влияние котировок ценных бумаг на инфляцию обеспечивается не только через кредитный рынок. В экономической литературе выделяется также *канал благосостояния*, связанный с тем, что собственники финансовых активов учитывают объем своего финансового резерва при планировании расходов. При росте котировок ценных бумаг (и, соответственно, благосостояния их владельцев) собственники этих бумаг более склонны к потреблению. В то же время снижение стоимости ценных бумаг вынуждает собственников больше сберегать, чтобы компенсировать потери.

Пока ценные бумаги составляют сравнительно небольшую часть сбережений населения. На начало 2023 года на 1 рубль, размещенный в депозиты и наличную валюту, приходится менее 20 копеек, размещенных в облигации и котируемые акции. Однако этот показатель устойчиво растет (пять лет назад он был вдвое ниже), следовательно, увеличивается потенциальная значимость канала благосостояния для российской экономики.

В последние годы эффективность всех трех каналов ограничивалась резким ростом волатильности на фондовом рынке, особенно в сегменте акций. Изменение режима карантина в период пандемии, введение новых санкций или уход с рынка иностранных инвесторов в 2022–2023 годах могли оказывать на котировки ценных бумаг более существенное влияние, чем изменение денежно-кредитной политики.

Процентный канал трансмиссионного механизма, а также каналы, связанные с ценами активов, обеспечивают влияние денежно-кредитной политики на агрегатный спрос в экономике, способствуя временному росту или снижению экономической активности. Если уровень экономической активности отличается от потенциального (возникает разрыв выпуска, см. врезку 7 [«Концепция равновесного состояния экономики и отклонений от него основных макроэкономических переменных»](#)), это влияет на инфляцию.

По оценкам Банка России, формирование разрыва выпуска на уровне 1% приводит к изменению годовой инфляции на 0,6 п.п. на горизонте четырех кварталов. При этом проинфляционное (дезинфляционное) влияние наблюдается на протяжении всего периода сохранения положительного (отрицательного) разрыва выпуска, а не только при его увеличении или сокращении. Влияние разрыва выпуска на инфляцию существенно усилилось в 2022–2023 годах в связи со снижением трансграничной мобильности капитала (вследствие действующих санкций, опасений введения новых санкций, ограничений на движение капитала) и изменением характера влияния внутреннего спроса на курс национальной валюты (см. врезку 10 [«Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике»](#)) и внешне-торговые операции.

Валютный канал трансмиссионного механизма

Процентные ставки по рублевым финансовым инструментам, складывающиеся под влиянием денежно-кредитной политики, влияют не только на склонность к сбережению, но и на выбор конкретных финансовых инструментов. В частности, чем выше ставки по рублевым финансовым инструментам, тем менее привлекательны вложения в инструменты, номинированные в иностранной валюте. Изменение спроса на валютные финансовые инструменты, в свою очередь, влияет на курс рубля. Кроме того, охарактеризованное выше влияние денежно-кредитной политики на потребительский и инвестиционный спрос сказывается на динамике импорта и, соответственно, спросе на иностранную валюту для его оплаты, что также влияет на курс рубля.

По оценкам Банка России, реальный эффективный курс рубля⁶ при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,2% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК. Такая сравнительно слабая реакция сложилась в 2022–2023 годах по-

⁶ Средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

сле снижения трансграничной мобильности капитала, до этого корректировка курса из-за изменения ставок была в несколько раз сильнее.

Курс рубля относится к числу факторов, от которых зависят цены внутреннего рынка. Влияние денежно-кредитной политики на инфляцию, опосредованное изменением курса национальной валюты, называется *валютным каналом* трансмиссионного механизма, или каналом валютного курса.

В состав валютного канала входит несколько цепочек причинно-следственных связей. Во-первых, курс рубля может воздействовать на инфляцию напрямую, через цены на импортируемые потребительские товары, а также через цены на импортируемые российскими компаниями сырье, материалы и комплектующие, что влияет на себестоимость российской продукции. Во-вторых, валютный курс влияет на рублевую стоимость экспорта и импорта, от которой зависит ценовая конкурентоспособность российской и иностранной продукции. К примеру, при ослаблении рубля увеличивается рублевая стоимость как импорта в Россию (что дает российским производителям пространство для повышения цен на свою продукцию), так и российского экспорта (что стимулирует отечественных экспортеров увеличивать поставки на экспорт или повышать цены на внутреннем рынке).

Для валютного канала характерна выраженная асимметрия: при ослаблении рубля цены растут быстрее, чем снижаются при укреплении национальной валюты. По оценкам Банка России, до недавнего времени при ослаблении номинального эффективного курса рубля⁷ на 1% на горизонте полугода инфляция повышалась не более чем на 0,1 процентного пункта.

В последние годы значимость данного канала снизилась. Во-первых, шоки, связанные с пандемией в 2020–2021 годах и ростом геополитических рисков в 2022–2023 годах, влияли на динамику спроса и предложения на валютном и товарном рынках (см. Приложение 4 [«Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)), существенно «зашумляя» влияние на них денежно-кредитной политики.

Во-вторых, в условиях возросших рисков происходили масштабные структурные сдвиги, влияющие на эффективность валютного канала трансмиссионного механизма. Санкции и ограничения на движение капитала ослабили связи между российским и иностранными финансовыми рынками и, соответственно, влияние рублевых ставок на валютный курс (см. врезку 10 [«Влияние ограничений на движение капитала на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике»](#)). Влияние курса рубля на внутренние цены (эффект переноса) оставалось значимым фактором внутренней инфляции, однако, по предварительным оценкам, в 2022–2023 годах это влияние ослабло и замедлилось. В то же время частичное замещение валют недружественных стран во внешнеэкономических операциях рублями способствовало сокращению спроса на иностранную валюту со стороны импортеров и ее предложения экспортерами. Уменьшение глубины валютного рынка создает предпосылки для увеличения колебаний курса рубля, что частично компенсирует ослабление реакции цен на них.

Большинство охарактеризованных выше экономических изменений последних лет, затрудняющих функционирование трансмиссионного механизма, носит времен-

⁷ Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

ный характер и позволяет ожидать постепенного восстановления эффективности денежно-кредитной трансмиссии. Однако растущее использование рубля в расчетах с нерезидентами и снижение склонности к использованию валютных финансовых инструментов могут сохраниться на длительный срок, ослабляя влияние ставок на курс, а курса – на внешнюю торговлю и тем самым снижая значимость валютного канала трансмиссионного механизма.

Канал инфляционных ожиданий трансмиссионного механизма

Каналы трансмиссионного механизма, описанные выше, дополняет *канал инфляционных ожиданий*. Ожидания относительно будущей динамики товарных цен учитываются населением при принятии решений о сбережении и потреблении, компаниями – при оценке эффективности инвестиций и установлении цен на продукцию, банками – при разработке процентной политики. В число факторов, влияющих на инфляционные ожидания, входит и денежно-кредитная политика Банка России, в том числе такой значимый ее элемент, как коммуникация.

К примеру, если Банк России повышает ключевую ставку или сообщает о планах ее повышения, это дает основания ожидать снижения инфляции в будущем. Эти ожидания побуждают компании избегать слишком быстрого повышения цен на свои товары, что может угрожать их конкурентоспособности, а население – сохранять умеренную потребительскую активность, не опасаясь обесценения своих сбережений. В результате проинфляционные факторы как со стороны спроса, так и со стороны предложения ослабевают еще до того, как изменение ключевой ставки будет в полной мере перенесено в доходность облигаций, кредитные и депозитные ставки. В итоге канал инфляционных ожиданий ускоряет функционирование трансмиссионного механизма в целом, повышая его эффективность.

Упомянутое выше ослабление реакции долгосрочных ставок на изменение ключевой ставки (см. пункт [«Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике»](#)) отражает растущую значимость канала инфляционных ожиданий. При оценке долгосрочных ставок участники рынка рассматривают рост инфляции и сопровождающее его повышение ключевой ставки как временное явление, не ожидая длительного сохранения инфляции и ключевой ставки на повышенном уровне.

Шоки последних лет, связанные с пандемией COVID-19 и ростом геополитических рисков, затрудняют функционирование канала инфляционных ожиданий. Пандемия и антироссийские санкции по своим масштабам не имеют аналогов в событиях последних десятилетий, что затрудняет формирование долгосрочных ожиданий. Стремясь поддержать эффективность канала инфляционных ожиданий, Банк России уделяет особое внимание вопросам коммуникации, раскрытия информации о ситуации в российской экономике и принимаемых решениях в области денежно-кредитной политики.

Особенности функционирования трансмиссионного механизма при длительном проведении мягкой денежно-кредитной политики

Охарактеризованные выше закономерности функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики наблюдаются в тех случаях, когда приоритетом для денежно-кредитной политики является поддержание целевого уровня ин-

фляции. Однако встречаются ситуации, когда центральные банки вынуждены проводить мягкую денежно-кредитную политику (к примеру, в период пандемии COVID-19).

В странах со стабильно низкой инфляцией и заякоренными инфляционными ожиданиями денежное предложение может наращиваться (за счет мягкой денежно-кредитной или бюджетной политики) в течение довольно долгого периода, поддерживая национальную экономику без существенных инфляционных последствий. Однако при подрыве доверия к ценовой стабильности и росте цен потенциал проведения такой политики исчерпывается, и избыточно мягкая денежно-кредитная политика становится дополнительным источником инфляции⁸.

В странах, где инфляционные ожидания не заякорены, а экономически активное население имеет опыт жизни в условиях высокой инфляции, мягкая денежно-кредитная политика может оказывать стимулирующее влияние на экономику в течение короткого периода. В дальнейшем рост инфляции негативно сказывается на функционировании национальной финансовой системы, что ограничивает возможности экономического роста.

Низкие депозитные ставки, складывающиеся под влиянием мягкой денежно-кредитной политики и несоразмерные инфляции, ведут к снижению привлекательности депозитов для вкладчиков. Средства с депозитов могут выводиться на товарный рынок (что напрямую ведет к инфляции), на валютный рынок (что влечет рост валютизации национальной финансовой системы, ослабление национальной валюты и рост внутренних цен на импортируемые товары), на рынки недвижимости и ценных бумаг (что может способствовать формированию «пузырей» цен на соответствующих рынках). В отдельных случаях возможно и использование заемных средств для финансирования спекулятивных покупок, что усиливает проинфляционный эффект низких ставок.

Снижение интереса вкладчиков к депозитам не только сокращает возможности банков фондировать кредитные операции за счет депозитов, но и увеличивает риск ликвидности. Опасаясь, что при очередном увеличении инфляции вкладчики будут выводить средства с депозитов, банки избегают наращивать долгосрочное кредитование или требуют от заемщиков высоких долгосрочных ставок, компенсирующих риски банка. Сокращение долгосрочного кредитования, в свою очередь, негативно сказывается на инвестиционном климате в стране и общей экономической активности.

В ситуации отсутствия устойчивого внутреннего фондирования и растущих инфляционных рисков, не позволяющих наращивать долгосрочное кредитование в национальной валюте, начинает расти валютное кредитование (как это было в России в конце 1990-х годов, когда более половины долгосрочного кредитования осуществлялось в иностранной валюте). Наращивание валютного кредитования вынуждает банки более активно привлекать средства на рынке валютных депозитов, что ведет к дальнейшему росту валютизации экономики.

Растущая валютизация не только делает экономику страны более уязвимой к внешним шокам, но и снижает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, так как ставки центрального банка не влияют на ставки по валютным кредитам и депозитам. Поэтому, когда станет очевидна необходимость снижения

⁸ Borio C., Hofmann B., Zakrajšek E. Does money growth help explain the recent inflation surge?/ BIS Bulletin, No 67.

инфляции для нормализации ситуации в экономике, может потребоваться существенное ужесточение денежно-кредитной политики для достижения этой цели.

Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Трансмиссионный механизм в целом и его отдельные каналы за последние годы претерпели определенные изменения, частично рассмотренные выше. В среднесрочной перспективе сохраняется потенциал для дальнейших изменений.

Потенциальные направления развития трансмиссионного механизма можно разделить на три группы. Во-первых, сохраняется потенциал долгосрочных тенденций, наблюдавшихся в российской экономике в последние десятилетия. Наиболее очевидной из них является девальютизация национального финансового сектора (доля валютных инструментов в депозитах населения, входящих в денежную массу, на начало 2023 года составила 10% против 26% на начало 2010 года, доля валютных требований банков к организациям за тот же период снизилась с 23 до 11%), способствующая росту эффективности процентного канала трансмиссионного механизма. События последних лет, выявившие риски, связанные с использованием валютных инструментов, лишь усилили эту тенденцию.

Еще одна значимая тенденция – растущая роль внутренних источников для финансирования национальной экономики (за 2010–2022 годы внешний долг российских компаний в рублевом эквиваленте увеличился в два раза, а обязательства по внутренним кредитам и облигациям – в пять раз). В условиях снижения доступности и привлекательности заимствований на внешнем рынке можно ожидать сохранения этой тенденции. Денежно-кредитная политика Банка России влияет именно на внутренний финансовый сектор, поэтому такая тенденция будет способствовать росту эффективности всех каналов трансмиссионного механизма (за исключением валютного).

С ростом внутреннего финансового рынка связана еще одна тенденция – растущие вложения населения в ценные бумаги, что способствует росту эффективности как процентного канала (конкурируя за средства населения с рынком облигаций, банки оперативнее корректируют ставки по депозитам), так и канала благосостояния. В 2022 году неопределенность ожиданий по российским акциям и их отрицательная переоценка привели к снижению доли ценных бумаг в сбережениях. Однако предпосылки активизации населения на фондовом рынке (развитие инфраструктуры, повышение финансовой грамотности) сохраняются, что позволяет ожидать восстановления этой тенденции.

Во-вторых, ряд последствий событий 2020–2023 годов «зашумляет» функционирование трансмиссионного механизма. К их числу следует отнести возросшую склонность населения к сбережению (снижающее эффективность процентного канала), широкое использование программ льготного кредитования (снижающее эффективность процентного и в меньшей мере балансового каналов), возросшую волатильность фондовых котировок (ограничивающую эффективность канала благосостояния, а также балансового и узкого кредитного каналов). Кроме того, важным направлением государственной поддержки экономики были дополнительные государственные расходы и налоговые послабления, что вело к росту бюджетного дефицита. Увеличение поступления денежных средств в экономику через бюджетные операции сдерживало спрос на кредиты и, соответственно, снижало эффективность процентного, балансового и кредитного каналов трансмиссионного механизма. Все перечисленные выше

процессы носят локальный характер, по мере адаптации российской экономики к изменившейся ситуации можно ожидать постепенного их исчерпания и восстановления эффективности каналов трансмиссионного механизма.

В-третьих, реализация геополитических рисков в 2022–2023 годах вызвала необходимость в структурной перестройке российской экономики, обеспечивающей ее адаптацию к изменившейся экономической среде. Среди направлений этой перестройки – развитие импортозамещения, реализация проектов технологического суверенитета, наращивание расчетов с внешнеторговыми партнерами в национальных валютах. Развитие указанных процессов будет ослаблять зависимость внутреннего рынка от конъюнктуры внешних рынков и динамики курса рубля, способствуя снижению значимости валютного канала трансмиссионного механизма и росту значимости остальных каналов.

Эволюция российской экономики в целом и трансмиссионного механизма в частности является важным фактором, учитываемым Банком России в своей деятельности. Банк России проводит мониторинг ситуации в основных сегментах российской экономики, стремясь на ранних стадиях выявить изменения, значимые для функционирования трансмиссионного механизма. Принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России учитывает не только фактическую и ожидаемую динамику инфляции, но и развитие процессов структурной перестройки экономики, а также риски со стороны внутренних и внешних условий. Это будет способствовать не только стабилизации инфляции в среднесрочной перспективе, но и долгосрочному росту эффективности трансмиссионного механизма как за счет углубления структурной перестройки и снижения инфляционных рисков со стороны предложения, так и за счет приближения инфляционных ожиданий к целевому уровню и, соответственно, уменьшения инфляционных рисков со стороны спроса.

ВРЕЗКА 9. ПРОГРАММЫ ЛЬГОТНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Программы льготного кредитования используются в России более двух десятилетий, однако вплоть до середины 2010-х годов они носили локальный характер, влияя лишь на отдельные, сравнительно небольшие сегменты рынка. По мере снижения инфляции и, соответственно, наращивания кредитования экономики, особенно долгосрочного, потенциал использования программ льготного кредитования стал расширяться. Уже в конце 2010-х годов значимую роль в экономике стали играть программы льготного кредитования, нацеленные на поддержку крупных сегментов экономики (кредиты сельскохозяйственным предприятиям, субъектам малого и среднего предпринимательства). Экономические шоки, связанные с пандемией COVID-19 в 2020 году и резким ростом геополитической напряженности в 2022 году, привели к реализации новых масштабных программ, ориентированных на антикризисную поддержку всей экономики или крупных отраслевых групп (программы ФОТ 2.0 и ФОТ 0, механизмы поддержки системно значимых компаний, льготная ипотека на новостройки). В рамках этих программ формировалась значительная часть оборота кредитного рынка и, соответственно, спроса, финансируемого за счет заемных средств¹.

К настоящему времени общий объем кредитов по субсидируемой ставке составляет более 11 трлн рублей, что превышает 14% кредитного портфеля и 7% ВВП. В условиях существенно возросших объемов льготного кредитования все больше внимания привлекает вопрос о последствиях наращивания льготного кредитования для национальной экономики в целом, а также для бюджетной и денежно-кредитной политики.

С точки зрения бюджетной политики кредитование по субсидируемым ставкам является эффективным инструментом стимулирования спроса, поскольку может приводить к локальному росту спроса, многократно превосходящему бюджетные расходы. Это можно охарактеризовать как мультипликатор субсидий. Однако такое субсидирование эффективно лишь в случае, когда программа действует в течение ограниченного времени и распространяется только на краткосрочные кредиты. Пример таких программ – упомянутое выше антикризисное кредитование, использовавшееся в 2020 и 2022 годах и позволившее ограничить негативные последствия временного сокращения спроса. При увеличении срочности льготных кредитов совокупные затраты на субсидирование ставок по ним могут быть сопоставимы с суммой кредита. Кроме того, расходы на субсидирование ставок по долгосрочным кредитам, выданным ранее, ограничивают гибкость бюджетной политики спустя многие годы после того, как стимулирующий эффект этих кредитов был исчерпан, и увеличивают процентный риск бюджета.

С точки зрения денежно-кредитной политики эффект программ льготного кредитования также неоднозначен. С одной стороны, в периоды экономической нестабильности банки более тщательно отбирают заемщиков, а население и компании избегают наращивать долговую нагрузку. В результате эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики уменьшается, и снижения ключевой ставки может быть недостаточно для стимулирования спроса, особенно в странах с околонулевым уровнем ставки центрального банка. Поэтому в период пандемии COVID-19 многие центральные банки реализовывали

¹ В существующих источниках финансовой информации отсутствуют единые унифицированные данные об объеме выданных льготных кредитов и задолженности по ним. Здесь и далее во врезке приведены оценки льготного кредитования на основе комбинирования данных из нескольких источников. В них не входит информация по ряду направлений льготного кредитования (сельскохозяйственная ипотека, региональные программы льготной ипотеки, льготные госгарантии, льготное автокредитование и так далее). Поэтому фактические объемы льготного кредитования превышают приведенные во врезке оценки.

программы funding for lending (FFL), направленные на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка (в том числе посредством государственных гарантий по кредитам, инкорпорированных во многие программы). Из 27 программ FFL, инициированных 14 крупными центральными банками, свыше трети было направлено на решение задач восстановления эффективности денежно-кредитной политики².

С другой стороны, в долгосрочной перспективе программы льготного кредитования препятствуют эффективной реализации денежно-кредитной политики. Ставки по льготным кредитам, как правило, практически не зависят от денежно-кредитной политики. Поэтому наращивание объемов льготного кредитования не только смягчает денежно-кредитные условия в экономике, но и «зашумляет» функционирование процентного канала трансмиссионного механизма. Чем больше доля нерыночных кредитов в объемах рынка, тем более сильное изменение ключевой ставки требуется, чтобы обеспечить необходимое влияние на кредитную активность, спрос и инфляцию.

В целом экономическая эффективность программ льготного кредитования также является предметом дискуссий. С одной стороны, для льготных кредитов характерен так называемый эффект замещения (когда вместо планируемых рыночных кредитов заемщики привлекают льготные, и в результате объем кредитования и спрос в экономике не увеличиваются, происходит лишь рост нагрузки на бюджет). Кроме того, имеются значительные риски нецелевого использования заемных средств и роста финансовой нестабильности из-за увеличения доли финансово неустойчивых заемщиков³. Две последние проблемы могут быть решены за счет оптимизации отбора льготных заемщиков, но это приведет к усложнению процедур льготного кредитования, росту операционных расходов, снижению доступности и привлекательности кредитов для добросовестных заемщиков.

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. Кроме того, чтобы ослабить проинфляционный эффект программ льготного кредитования, центральный банк вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, и снижение ставки для одних групп заемщиков сопровождается ее повышением для всех остальных. В конечном счете льготный кредит оплачивают как налогоплательщики (через бюджетное субсидирование), так и нельготные заемщики (через необходимость поддержания более высокой рыночной ставки).

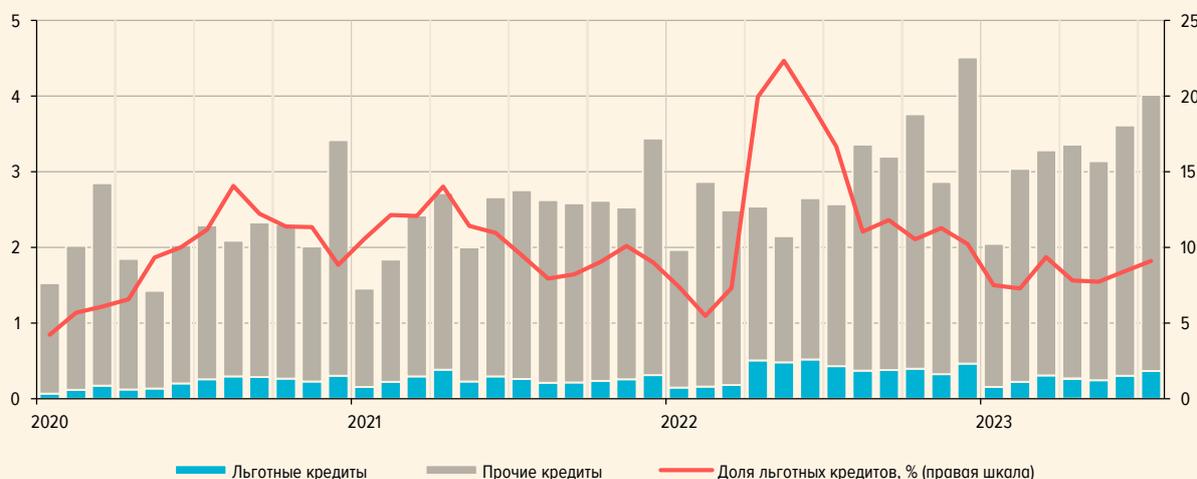
Охарактеризованное выше предоставление льготных кредитов по субсидируемой ставке не единственная форма льготного кредитования. Распространение получила также практика прямого предоставления государственными институтами развития, ФНБ или другими государственными структурами кредитов на нерыночных условиях. В некоторых случаях подобное финансирование социально значимых, но низкорентабельных проектов является единственно возможным средством их реализации. Однако масштабирование данной схемы сопряжено даже с большими рисками, чем чрезмерное расширение программ субсидирования кредитных ставок. Нерыночные кредиты государственных кредиторов также создают нагрузку на бюджет (в виде недополученных доходов от размещения средств), но при этом перекалывают на государственного кредитора и кредитные риски, которые при субсидировании процентных ставок несет субсидируемый кредитор.

² Обзор Funding for Lending Programmes. Банк международных расчетов. 2023 год.

³ Обзор A Review of Bank Lending for Agricultural Credit and Rural Finance (1948–1992). Всемирный банк. 1993 год.

ОБЪЕМ ВЫДАННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ КРЕДИТОВ*
(трлн руб.)

Рис. В-9-1



* Рублевые кредиты на срок свыше трех месяцев, предоставленные российским нефинансовым заемщикам.
Источник: расчеты Банка России.

ОБЪЕМ ВЫДАННЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ
(млрд руб.)

Рис. В-9-2

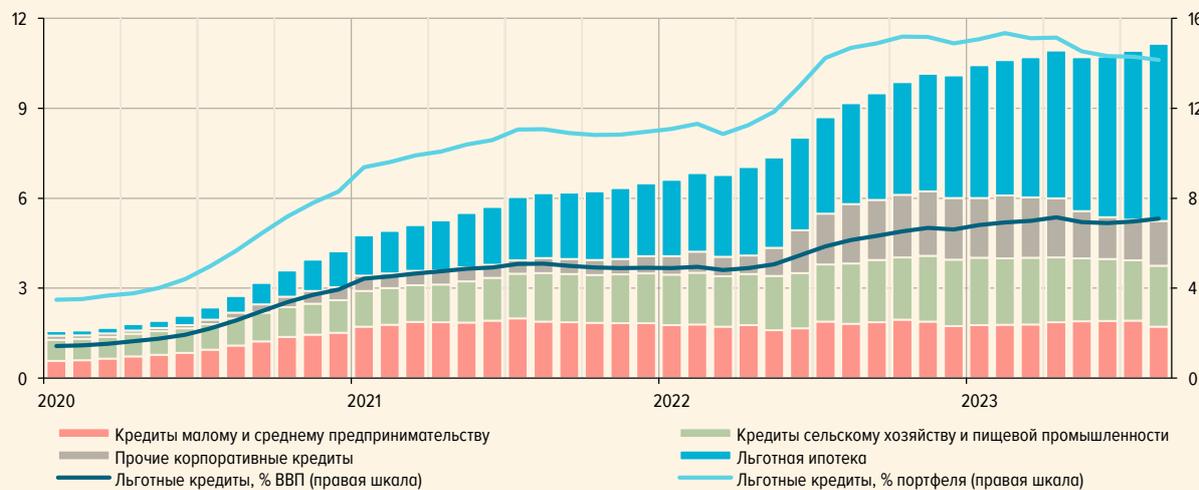


* Без учета сельскохозяйственной ипотеки и региональных программ льготной ипотеки.
Источники: АО «ДОМ.РФ», расчеты Банка России.

Льготные кредиты, выдаваемые в рамках этой схемы, также увеличивают денежное предложение, искажая реализацию денежно-кредитной политики. Однако в силу индивидуальности кредитов данная форма льготного кредитования отличается меньшей информационной прозрачностью, что затрудняет оценку ее влияния на денежное обращение и инфляцию. В частности, отсутствует унифицированная статистика по такому кредитованию, и на приведенных во врезке рисунках оно не отражено (то есть фактическая роль льготного кредитования в российской экономике больше, чем следует из данных этих рисунков). Наряду с кредитами по льготной ставке, в российской практике используются также государственные гарантии, не требующие регулярных расходов на субсидирование ставок, но в полном объеме перекладывающие на бюджет кредитный риск.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ЛЬГОТНЫХ КРЕДИТОВ* (трлн руб.)

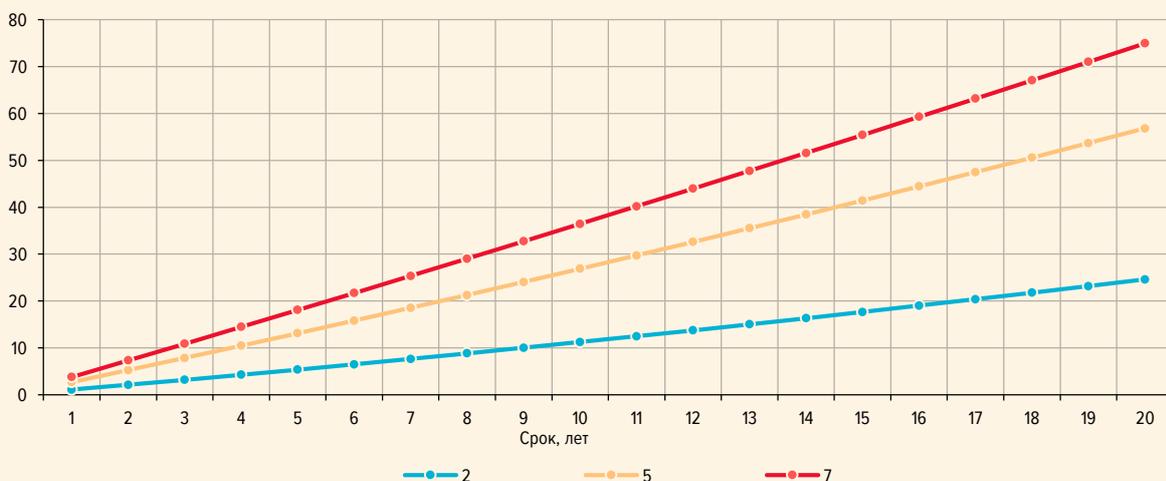
Рис. В-9-3



* Корпоративные кредиты – кредиты нефинансовым организациям – резидентам и индивидуальным предпринимателям. Льготная ипотека – без сельскохозяйственной ипотеки и региональных льготных программ.
Источники: АО «ДОМ.РФ», расчеты Банка России.

ЗАТРАТЫ БЮДЖЕТА НА СУБСИДИИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ СУБСИДИИ И СРОКА КРЕДИТА (% суммы выданных кредитов)

Рис. В-9-4



Источник: расчеты Банка России.

В том случае если любая из форм льготного кредитования используется как временная антикризисная мера, позволяющая поддержать доступность кредита при избыточном ужесточении условий кредитования, отмеченные выше недостатки менее значимы. В условиях сокращения спроса и предложения кредитов сужается пространство для действия эффекта замещения. Влияние на бюджетную систему и денежно-кредитную политику, связанное с антикризисными льготными кредитами, ограничено во времени и не столь существенно на фоне резких изменений в экономической политике, сопровождающих любой кризисный период.

В то же время при постоянном использовании и расширении масштабов льготного кредитования охарактеризованные выше недостатки реализуются в полной мере. Снижается

эффективность программ льготного кредитования за счет растущего эффекта замещения, сужается пространство для рыночного кредита экономике, совместимого с ценовой стабильностью, растет нагрузка на бюджет.

По этим причинам Банк России не рассматривает программы льготного кредитования как эффективный механизм долгосрочной поддержки национальной экономики в целом. Повышению доступности инвестиционных ресурсов способствуют достижение предсказуемо низкой инфляции и, соответственно, снижение инфляционных рисков инвесторов, позволяющее заемщикам привлекать средства на рыночной основе без накопления дисбалансов в экономике. Вместе с тем программы льготного кредитования могут быть эффективны при поддержке небольших групп социально значимых заемщиков (региональных или отраслевых) или при краткосрочном стимулировании восстановления спроса в периоды спада в экономике.

ВРЕЗКА 10.**ВЛИЯНИЕ ОГРАНИЧЕНИЙ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА НА ТРАНСМИССИЮ РЕШЕНИЙ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ**

В 2022 году внешние условия для российской экономики существенно изменились. Санкционные ограничения в отношении Банка России и крупных российских банков вызвали необходимость введения ограничений на движение капитала в российской экономике. Внешние ограничения и ответные меры в совокупности привели к тому, что зависимость российской финансовой системы от внешнего мира существенно снизилась. Это, в свою очередь, повлияло на то, каким образом 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 связано с работой канала валютного курса – его роль заметно снижается. В экономике, в которой отсутствуют ограничения 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 размер финансового счета меньше зависит от автономных факторов спроса резидентов на внешние активы и нерезидентов – на внутренние, а в большей степени формируется под влиянием потоков по счету текущих операций. В частности, это означает, что курс рубля в большей мере определяется балансом спроса импортеров на валюту и предложения валюты со стороны экспортеров¹. В то же время некоторое влияние со стороны финансового счета остается. Несмотря на то что потоки капитала со стороны резидентов ограничены, статьи финансового счета продолжают отражать операции резидентов, связанных с обслуживанием внешнеэкономической деятельности. Эти изменения, в свою очередь, транслируются в изменения курса рубля. Тем не менее в условиях действия ограничения на движение капитала влияние денежно-кредитной политики на курс становится более длинным и опосредованным. Если раньше решение по ключевой ставке 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 проявляется влияние 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 открытого финансового рынка, 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.

¹ 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).

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 смещен 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 экспорта российской экономики 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 реакции 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 ставки МБК. Изменение работы валютного канала приводит к тому, что курс заметно меньше реагирует как на первичное повышение ставки, так и на последующее снижение. В отличие от периода до введения ограничений на движение капитала теперь, после снижения ключевой ставки, не происходит ослабления курса и, следовательно, переноса в цены – инфляция остается на пониженном уровне дольше за счет более крепкого курса национальной валюты. 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 11.**ТРАНСФЕРТНАЯ КРИВАЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ**

Трансфертная кривая – это набор внутренних трансфертных процентных ставок для операций разных сроков, устанавливаемых коммерческим банком и единых для всех его бизнес-подразделений. Она является центральной частью внутрибанковской системы ценообразования банковских продуктов, позволяющей кредитной организации выстраивать согласованную линейку цен по операциям на различных сегментах рынка и в случае 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 требуется 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 получать дополнительный доход от управления срочностью: привлечения более коротких денежных средств и размещения их в активы большей срочности. На макроуровне трансфертные кривые крупных банков являются составной частью процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (см. Приложение 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России»](#)).

Каждый банк выстраивает свою собственную трансфертную кривую, используя в качестве базы кривые доходности рыночных инструментов с минимальным уровнем риска или при необходимости свои внутренние оценки. Базовая кривая, во внутренних документах банков обычно называемая «безрисковой», строится исходя из доходности таких инструментов, как ОФЗ и процентные свопы. Использование трансфертной кривой в большей мере оправдано для крупных банков, которые одновременно совершают операции на множестве сегментов рынка. Им необходимо, во-первых, обеспечить целостность и последовательность своей процентной политики и, во-вторых, согласовать интересы своих бизнес-подразделений. Небольшие специализированные банки, работающие, например, только на рынках кредитов и депозитов, могут просто формировать два набора ставок – по активным и пассивным операциям, не прибегая к трансфертным ставкам. Тем не менее за счет крупных банков, использующих трансфертную кривую в ценообразовании, повышается связанность сегментов финансового рынка, так как влияние значимых событий одновременно передается на все его сегменты. К таким событиям относится и изменение ключевой ставки, транслируемое через механизм трансфертного ценообразования в остальные ставки в экономике.

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, в обычных условиях ведения бизнеса спред между ставками по активным и пассивным операциям позволяет покрыть все необходимые издержки, риски и сформировать прибыль для каждого из бизнес-подразделений 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 отчисления 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 являлось 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 МБК в течение года. Также возможна и обратная ситуация: когда при некотором снижении трансфертной ставки вслед за безрисковой кредитная ставка может повыситься за счет опережающего роста стоимости риска.

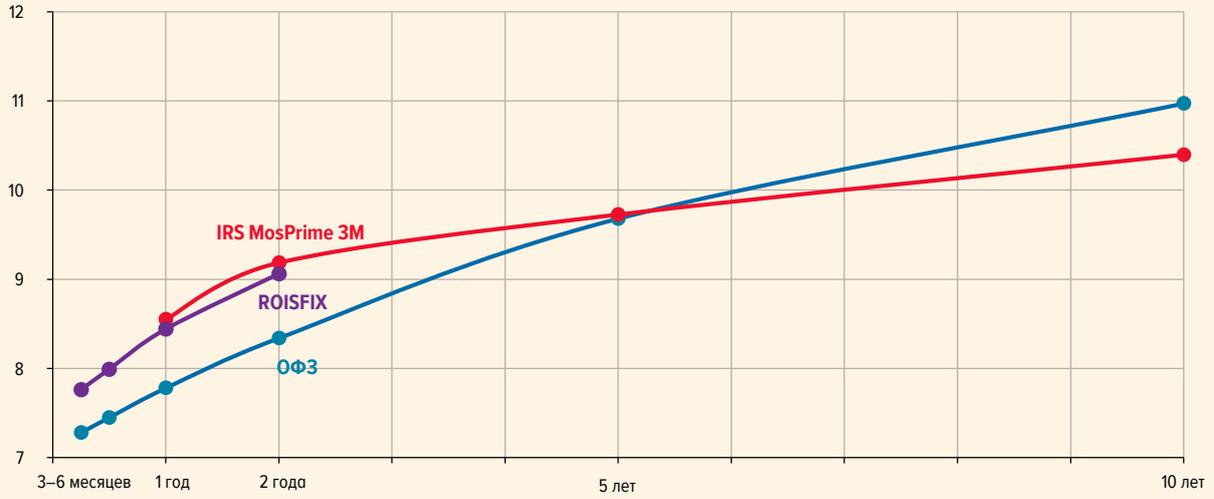
На конечную ставку для клиента может также влиять и стоимость опционов, встроенных в банковский продукт, то есть право клиента в одностороннем порядке изменять основные условия договора (например, срок, ставку, валюту сделки). Кроме того, конечная ставка для заемщика по отдельным видам кредитов может оказаться ниже из-за реализации государственных программ 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.

Существенные изменения в функционировании финансовых рынков могут приводить к модификации расчета трансфертной кривой. Так, изменения структуры финансовых рынков, произошедшие в 2022–2023 годах, оказали заметное воздействие на ценообразование банковских продуктов в иностранной валюте. Ограничение доступа к зарубежным рынкам российских участников привело к тому, что в Российской Федерации осложнилась оценка премии за риск в иностранной валюте – раньше она оценивалась с помощью длинных валютных обменных свопов (их рынок существенно потерял в ликвидности) или CDS (рынок фактически прекратил функционирование). В новых реалиях банки стали модифицировать подходы к определению трансфертных цен для продуктов в иностранной валюте с учетом особенностей управления открытой валютной позицией при условии ограничения доступа некоторых банков к торгам недружественными валютами. В свою очередь, рост спроса на банковские продукты в дружественных валютах привел к необходимости формирования трансфертных кривых отдельно для каждой из таких валют.

БАЗОВЫЕ КРИВЫЕ В РУБЛЯХ (НА 16.06.2023)
(%)

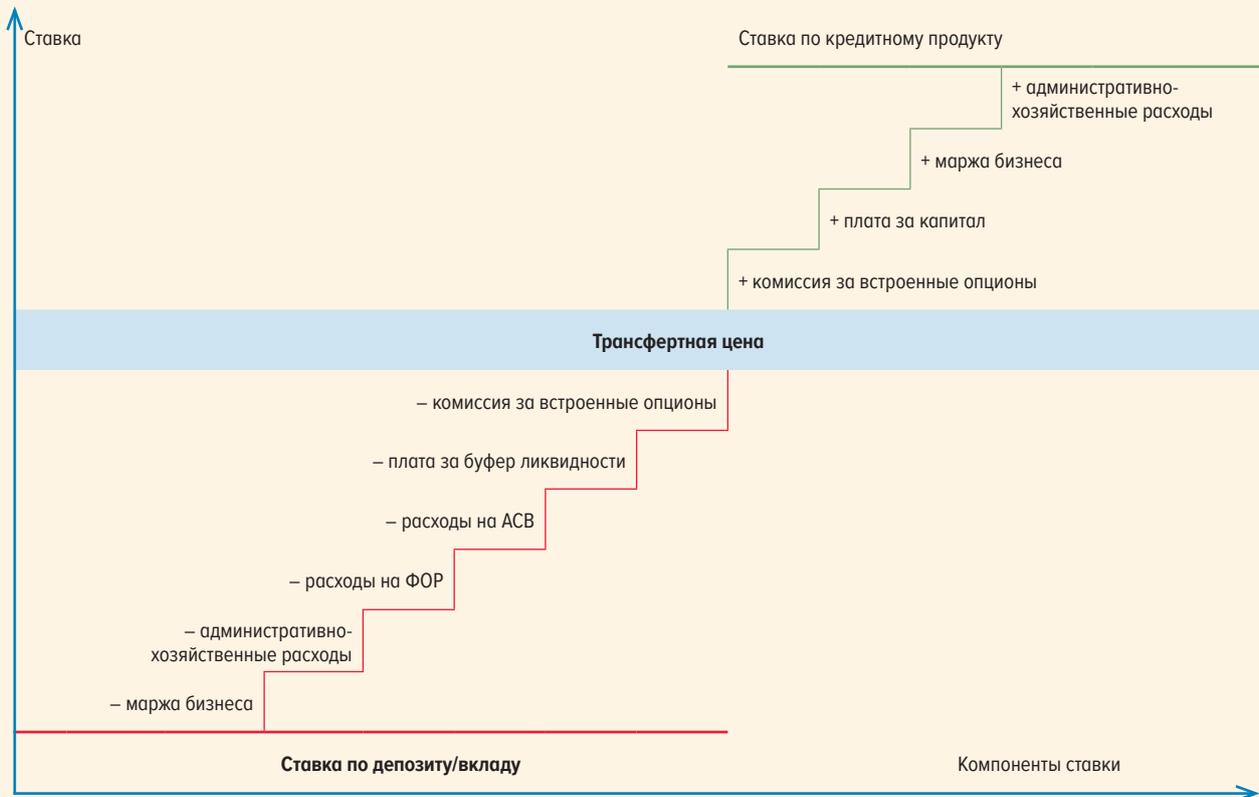
Рис. В-11-1



Источники: Cbonds, ПАО Московская Биржа, НФА.

ФОРМИРОВАНИЕ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТНЫМ И КРЕДИТНЫМ ПРОДУКТАМ
ДЛЯ КЛИЕНТОВ БАНКА С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ МЕХАНИЗМА ТРАНСФЕРТНОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ

Рис. В-11-2



Источник: Банк России.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ БАНКОМ РОССИИ

Банк России проводит денежно-кредитную политику с целью поддержания ценовой стабильности, то есть стабильно низкой инфляции.

В качестве основного показателя ценовой динамики используется индекс потребительских цен Росстата. Данный показатель ежемесячно рассчитывается на основе цен более 550 товаров и услуг, прост в восприятии и широко используется экономическими субъектами. Цель денежно-кредитной политики Банка России заключается в поддержании годового прироста ИПЦ вблизи 4%. Показатель годового прироста ИПЦ удобен при анализе ценовой динамики на длительных временных промежутках.

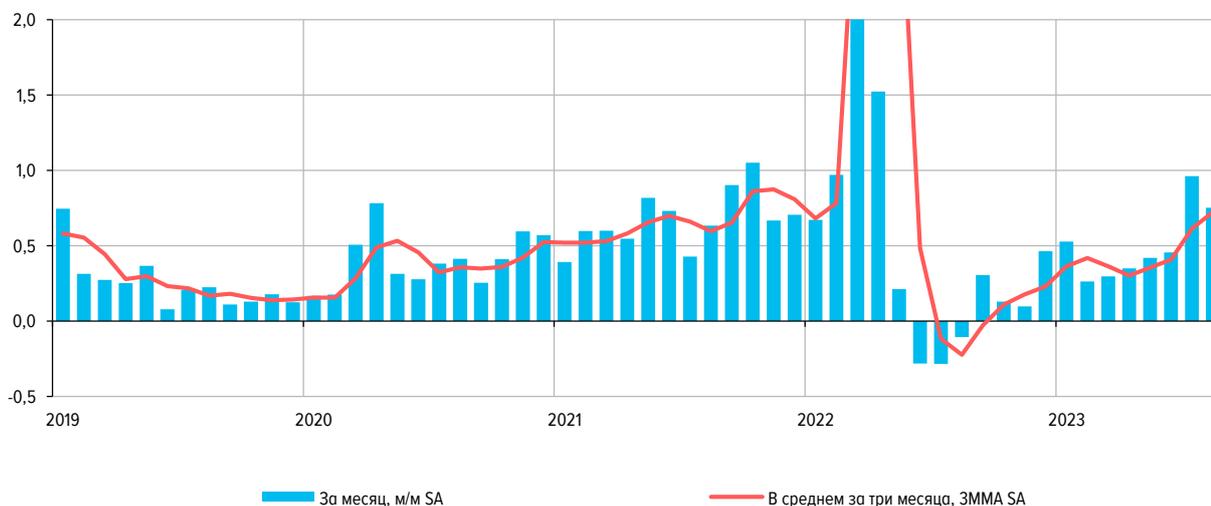
Показатели текущей ценовой динамики

Для анализа текущей ценовой динамики используется показатель прироста ИПЦ за месяц. Он пригоден для анализа внутригодовой динамики ИПЦ, однако сильно подвержен сезонным изменениям цен. Сезонные изменения оказывают существенное влияние на цены, однако носят постоянный характер год от года и не приводят к ускорению цен в годовом сопоставлении. Для того чтобы показатель месячного прироста ИПЦ отражал ускорение/замедление цен без учета сезонных колебаний, проводится [процедура сезонной очистки](#).

Даже при удалении сезонного компонента месячный прирост ИПЦ – это довольно изменчивый показатель. Наблюдаемые Росстатом цены отдельных товаров могут существенно колебаться в результате краткосрочных шоков, которые зачастую затухают в течение нескольких месяцев. Затухание краткосрочных колебаний видно при сравнении сезонно скорректированного ИПЦ с показателем усредненного прироста ИПЦ за последние три месяца, который используется для сглаживания резких ценовых колебаний.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (%)

Рис. П-2-1



Показатели устойчивой инфляции

Устойчивая инфляция – это та часть общей ценовой динамики, которая характерна для большинства товарных групп. Именно она наиболее релевантна для понимания среднесрочных тенденций в инфляции.

Краткосрочные колебания цен, как правило, не требуют вмешательства Банка России. Это связано с тем, что решения по ключевой ставке воздействуют на сберегательное поведение экономических агентов, оказывая влияние на экономику в течение продолжительного времени (более года). В связи с этим при проведении денежно-кредитной политики возникает задача прогнозирования инфляции. Для решения данной задачи устойчивая составляющая инфляции отделяется от так называемого «шума».

Под «шумом» обычно понимаются разовые, несистематические колебания инфляции, часто вызванные изменениями относительных цен на отдельные товары или услуги. Они выражаются в значительных отклонениях траекторий цен на отдельные товары, появляются выбросы в распределении приростов цен. Такие ценовые колебания вызываются кратковременными факторами, действие которых быстро затухает. Распространение их действия на среднесрочный период приводило бы к снижению качества прогноза.

Не всегда возможно четко разделить характер и продолжительность влияния тех или иных факторов и, как результат, отделить устойчивую часть инфляции от «шумов». Поэтому центральные банки, таргетирующие инфляцию, используют комплекс показателей устойчивой инфляции и разнообразные подходы для их оценки. По построению эти подходы принято разделять на статистические и модельные. Статистические подходы предполагают наличие определенного расчетного алгоритма, который убирает из данных волатильные «зашумляющие» компоненты. Модельные же показатели строятся исходя из оценки равновесной траектории инфляции в рамках определенной модели.

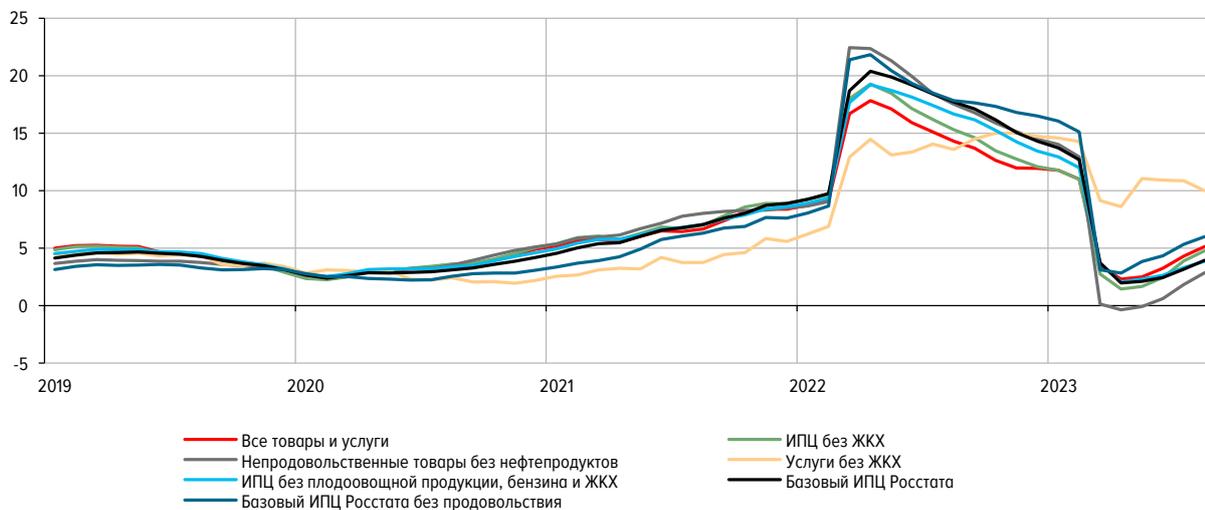
В целом ни один показатель устойчивой инфляции не является лучшим во всех ситуациях. На практике каждый индикатор имеет свои достоинства и недостатки, что требует мониторинга их широкого набора.

В Банке России в анализе применяется большое количество показателей устойчивой инфляции. В этом разделе приведены примеры применяемых показателей, однако их список не является исчерпывающим.

Статистические субиндексы с исключением фиксированного набора компонентов. В рамках данного подхода из потребительской корзины для расчета ИПЦ исключаются отдельные компоненты, соответствующие определенным критериям. Обычно исключаются субиндексы ИПЦ, характеризующиеся сильной исторической волатильностью (например, цены на топливо, плодоовощную продукцию), ярко выраженной сезонностью (как цены овощей и фруктов) или являющиеся регулируемыми (как цены на алкоголь или коммунальные услуги). Вес оставшихся в корзине компонентов ИПЦ корректируется, чтобы в сумме представлять 100% новой корзины, а рассчитанная средняя взвешенная из индексов компонентов представляет собой модифицированный показатель базовой инфляции, рассчитанный методом исключения.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ
ФИКСИРОВАННОГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ
(%)

Рис. П-2-2



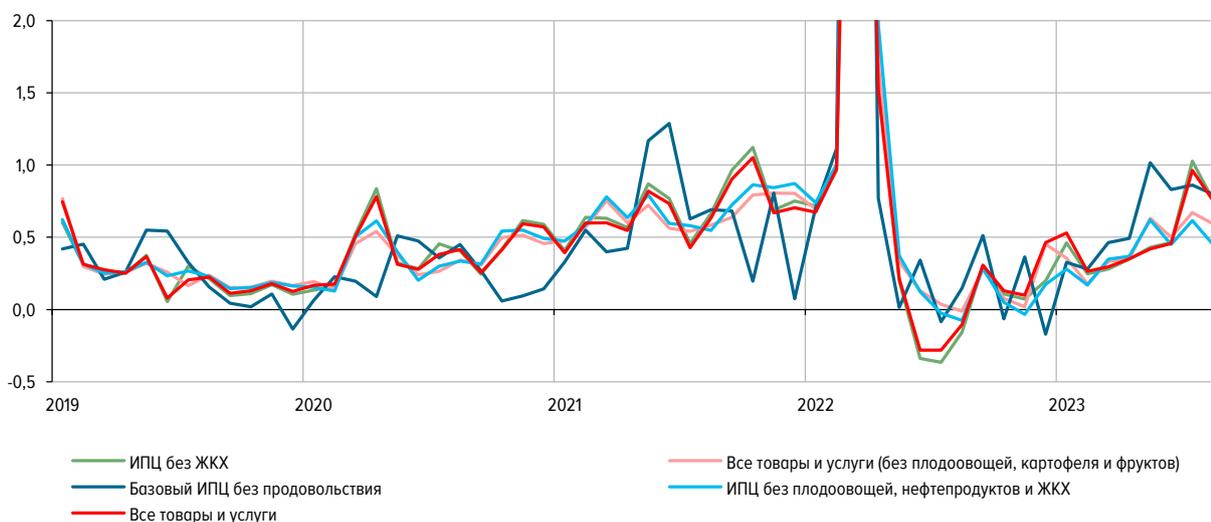
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Частными примерами данного подхода являются:

1. Базовый ИПЦ Росстата.
2. ИПЦ с исключением жилищно-коммунальных услуг.
3. ИПЦ с исключением плодоовощной продукции, нефтепродуктов и жилищно-коммунальных услуг.
4. Базовый ИПЦ без продовольственных товаров.
5. Непродовольственные товары без нефтепродуктов.
6. Услуги без жилищно-коммунальных.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ МЕСЯЧНЫЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ
С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ФИКСИРОВАННОГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ
(%)

Рис. П-2-3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Во второй половине 2022 – первой половине 2023 года устойчивый рост цен был значительно менее волатильным, чем ИПЦ. Основным источником ценовых колебаний в этот период были цены на плодоовощную продукцию. При этом темп устойчивого роста цен постепенно ускорялся на этом временном промежутке.

Статистические субиндексы с исключением плавающего набора компонентов

К данной группе относится множество вариантов разового исключения конкретных компонентов из общего показателя динамики цен исходя из некоторого принятого критерия (пересчет происходит ежемесячно). Преимущество данного подхода в том, что эти методы могут абстрагироваться от крупных разовых изменений цен на позиции, которые обычно не являются волатильными. Эти показатели также могут дать представление о том, насколько широким кругом категорий товаров и услуг определяются колебания инфляции. Особенность такого подхода состоит в меняющемся каждый месяц составе корзины для расчета показателя. Частными примерами данного подхода являются:

1. Медиана совокупного распределения приростов цен.

2. Медианы приростов цен по позициям с высокой и низкой зависимостью от динамики валютного курса.

3. Показатель с усечением хвостов распределения: 20, 40, 60, 80%. Усечение на основе критерия оптимальности, когда ищутся такие параметры, при которых на исторических данных усеченный показатель наиболее близок к среднему приросту цен.

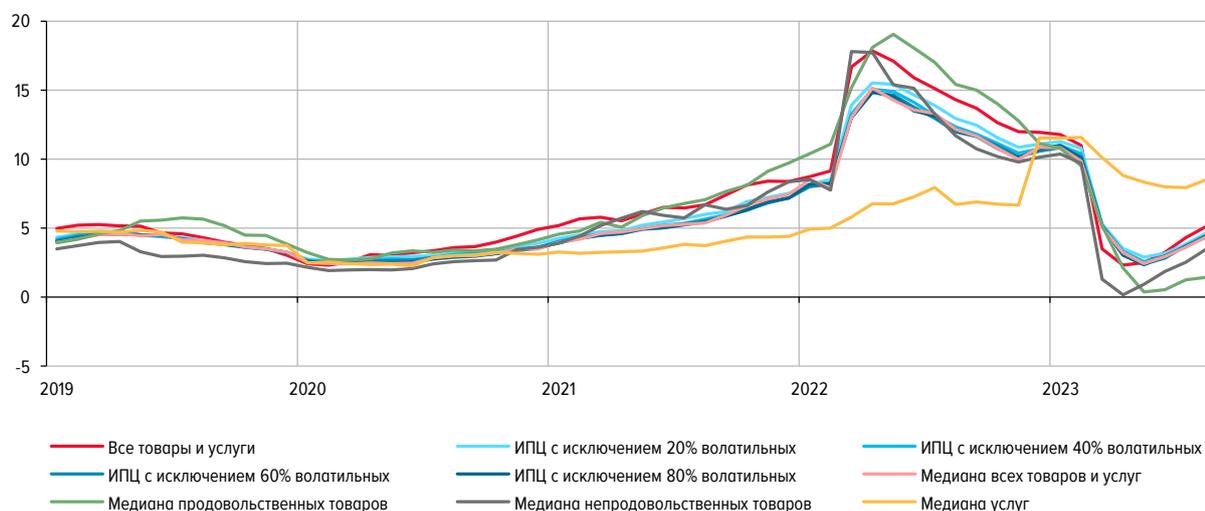
4. Показатель с исключением наиболее волатильных (10, 20, 30, 40%) субиндексов инфляции за последние три или 24 месяца.

5. ИПЦ с измененными весами: вес каждого субиндекса корректируется обратно пропорционально дисперсии приростов цен за скользящий год.

В 2022 – первой половине 2023 года волатильные компоненты значительно влияли на темпы роста цен. Например, в 2022 году отмечалась повышенная волатильность цен на технику. Так, в марте – апреле 2022 года цены на нее выросли, после чего

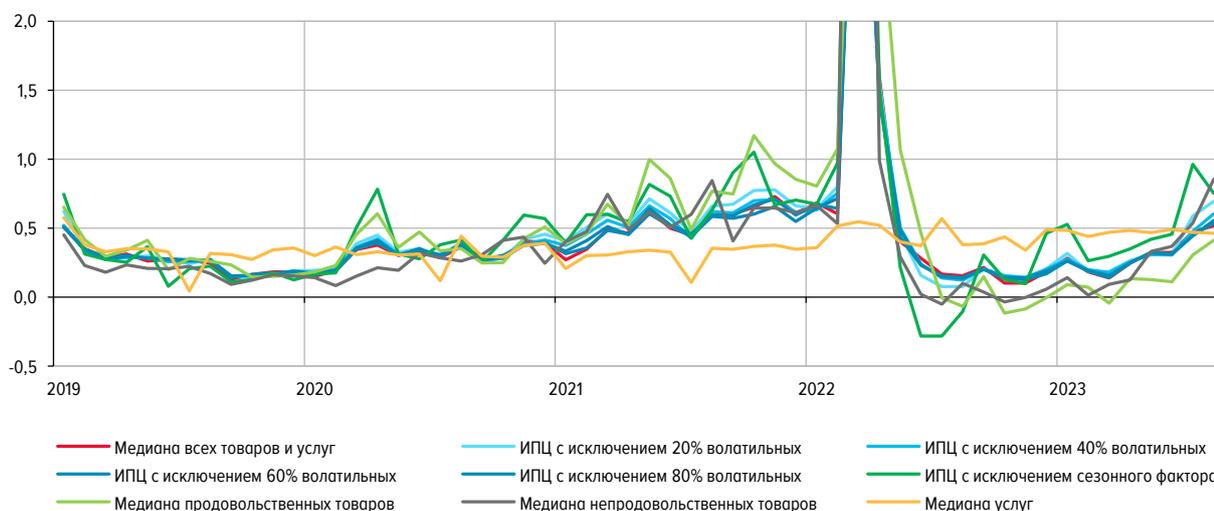
ГОДОВОЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ПЛАВАЮЩЕГО
НАБОРА КОМПОНЕНТОВ
(%)

Рис. П-2-4



СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ МЕСЯЧНЫЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ
ПЛАВАЮЩЕГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ
(%)

Рис. П-2-5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

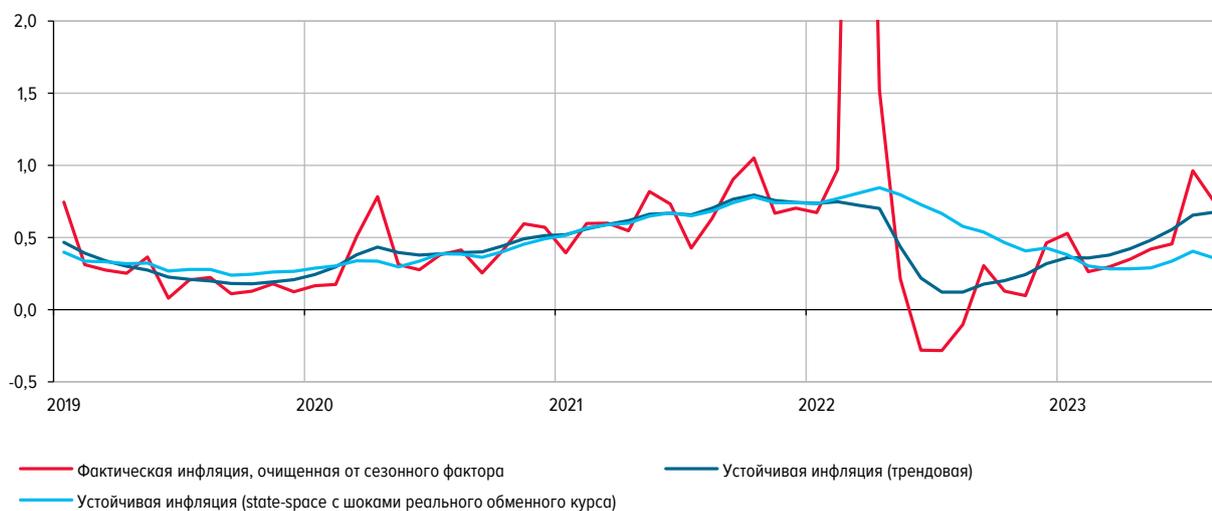
в летние месяцы происходила коррекция. В конце 2022 – первой половине 2023 года волатильные компоненты, такие как туристические услуги, вновь дорожали быстрее ИПЦ. Очистка от волатильных или экстремальных наблюдений дает понять, что цены на большинство товаров и услуг стабильно росли умеренным темпом. При этом в последние 12 месяцев этот темп постепенно увеличивался.

Модельные показатели устойчивой инфляции

При оценке модельных показателей под устойчивой инфляцией понимается темп роста цен, который наблюдается в экономике в отсутствие шоков предложения, шоков спроса, разовых изменений относительных цен и других шоков – то есть в ситу-

МЕСЯЧНЫЙ ПРИРОСТ УСТОЙЧИВОЙ ИНФЛЯЦИИ, ОЦЕНЕННОЙ НА ОСНОВЕ МОДЕЛЕЙ (%)

Рис. П-2-6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ации равновесия в экономике. Для выделения вклада шоков строятся эконометрические модели, которые оценивают влияние на инфляцию факторов, отклоняющих текущее состояние экономики от равновесного. Равновесное состояние в экономике является ненаблюдаемым, поэтому устойчивая инфляция в таком определении также выступает ненаблюдаемой величиной. Для ее оценки применяют:

1. Модели, направленные на оценку трендовой инфляции, например динамическая факторная модель, учитывающая 46 субиндексов ИПЦ.

2. Модели ненаблюдаемых компонентов с поправкой на различные шоки, в том числе шоки реального валютного курса.

Модели устойчивой инфляции трактуют всплеск цен в марте – апреле 2022 года с последующим замедлением как временные отклонения от тренда. При этом с середины 2022 года темп модельного устойчивого прироста цен стабильно замедляется.

Использование большого числа различных показателей позволяет Банку России проводить максимально широкий анализ. Так, статистические показатели устойчивой инфляции, которые помогают анализировать каждую конкретную точку данных, в целом указывают на постепенное ускорение роста цен на большинство товаров и услуг в 2023 году. В то же время модельные показатели, больше нацеленные на определение равновесного уровня инфляции, указывают на то, что текущее ценовое давление все еще слабее наблюдавшегося в 2021 – начале 2022 года.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. КОЛИЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ ПРИЧИН ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛИ

Традиционный количественный анализ причин отклонения инфляции от целевого уровня 4%, благодаря обновлению модельного инструментария среднесрочного прогноза¹, позволяет более детально и структурно взглянуть на источники формирования инфляции в российской экономике на ретроспективе.

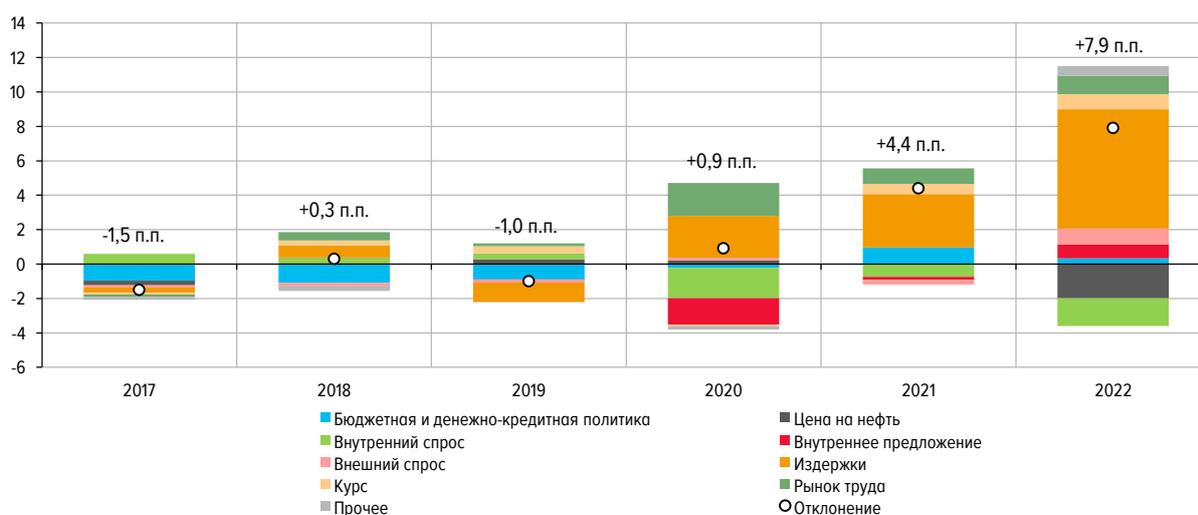
Данные по вкладу отдельных шоков, полученные на исторических данных с применением версии квартальной прогнозной модели с блоком рынка труда, представлены на рисунке П-3-1.

В **2022 году** сложилось максимальное за всю историю таргетирования инфляции в России отклонение инфляции от целевого уровня 4%. Геополитические события и последовавшие за ними ограничения на внешнюю торговлю, инвестиционное и технологическое сотрудничество и, как следствие, начавшаяся структурная перестройка экономики стали доминирующими факторами для скачкообразной ценовой динамики.

Основное проинфляционное воздействие оказали неожиданные **шоки издержек**: +6,9 п.п. в годовом выражении. Резкий рост издержек производителей сформировался вследствие ограничения импорта, затруднений в закупках сырья и комплектующих, объявлений о прекращении поставок ряда зарубежных товаров на российский рынок. Значительная часть этих издержек относится к базовой инфляции, которая обладает большей инерционностью, а значит, приводит к повышенной инфляции и в последующих периодах. Это отразилось в увеличении инфляционных ожиданий и соразмерных действиях денежно-кредитной политики.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ОТКЛОНЕНИЯ ФАКТИЧЕСКОЙ ИНФЛЯЦИИ ПО ИТОГАМ ГОДА ОТ ЦЕЛЕВОГО УРОВНЯ 4% (п.п.)

Рис. П-3-1



Примечание. Некоторое различие в представлении шоков по сравнению с ОНЕГДКП 2023–2025 гг. обуславливается переходом к новой версии модели. На данном графике декомпозиция отклонения в 2017–2021 годах также приведена в соответствии с новой версией модели.
Источник: расчеты Банка России.

¹ Подробнее см. в Приложении к [Докладу о денежно-кредитной политике. № 3 \(43\). Июль 2023 года](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45190/2023_03_ddcp.pdf) (http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45190/2023_03_ddcp.pdf).

Шоки от ослабления валютного **курса** в начале года сменились шоками укрепления в последующих кварталах, в том числе благодаря принятым ограничительным мерам на движение капитала в целях финансовой стабильности банковской системы. В годовом выражении курсовые шоки оказали весомый вклад в инфляцию: +0,9 процентного пункта.

Эффект **шоков**, связанных с перегревом на **рынке труда**, ростом реальных зарплат и рекордно низкой безработицей, оценивается в 1,1 п.п. в годовом отклонении инфляции от цели.

Шоки подстройки **предложения** вносят вклад в отклонение инфляции от цели в размере +0,8 п.п., что отражает эффекты от структурной перестройки экономики и адаптации к новым реалиям торгово-финансовых отношений с внешним миром.

Шоки резкого падения **внутреннего спроса** в первой половине 2022 года сменились положительными шоками роста. К концу года спрос превышал инфляционно нейтральный уровень, но эффект в целом за год оценивается как дезинфляционный и составляет -1,6 процентного пункта.

Шоки внешнего спроса, обусловленные прежде всего сокращением физических объемов торговых потоков (особенно снижением физических объемов импорта), оказали проинфляционное воздействие в размере +0,9 процентного пункта.

Несмотря на расширение спреда котировок нефти в результате санкций со стороны США и Великобритании и частичного отказа ЕС от импорта российской нефти, реальные **цены на нефть** в течение года складывались выше равновесных, что сформировало положительные **шоки**, снижающие инфляцию на 2 процентных пункта.

В сложившейся макроэкономической ситуации действия Банка России и Правительства Российской Федерации, направленные на поддержание адаптации экономики к изменившимся условиям, оказывают слабое проинфляционное воздействие в размере +0,3 процентного пункта.

2017–2021 годы

Для сопоставления результатов с прошлым модельным анализом² представлена декомпозиция отклонения инфляции от цели на том же ретроспективном периоде.

Шоки цен на нефть не претерпели значимых изменений. **Шоки внешнего спроса** в совокупности с шоками физических объемов торговых потоков имели исчезающе малый дезинфляционный вклад до 2020 года. Торговые ограничения, вызванные пандемией коронавируса в 2020 году, разворачивают эту тенденцию, и вклад шоков становится слабо проинфляционным. В 2021 году по мере снятия ограничений и восстановления цепочек поставок внешняя торговля снова оценивается как незначительно дезинфляционная для отклонения инфляции от цели.

Шоки курса также повторяют динамику, представленную в прошлой декомпозиции, но дезинфляционное влияние реального переукрепления курса в 2017 году больше не оценивается как существенное в результате усложнения эндогенных факторов формирования обменного курса в модели и, как следствие, пересмотра разрыва реального курса на исторических данных и его влияния на инфляцию.

Вклад **шоков внутреннего спроса** в динамику цен на горизонте 2017–2019 годов снизился, что говорит о динамике спроса, более согласованной со структурой модели. В период пандемии коронавируса и в 2021 году влияние шоков внутреннего спроса практически не изменилось.

² Подробнее см. в Приложении 4 к [ОНЕГДКП 2023–2025 гг.](#)

В текущей версии модели под **шоками внутреннего предложения** понимается эффективность применения факторов производства. В прошлой декомпозиции шоки предложения объединяли в себе шоки, непосредственно определяющие динамику потенциального выпуска, – этим вызван их пересмотр на историческом периоде. Если рассматривать шоки предложения частично с шоками рынка труда, то такой агрегированный блок шоков будет наиболее близок по смыслу к предыдущей версии шока внутреннего предложения.

Шоки издержек также достаточно сильно поменялись на историческом периоде. Добавление новых блоков в модель позволяет лучше представить динамику инфляции, используя больше структурно обусловленных шоков. Так, видно, что шоки издержек в 2017 и 2018 годах значительно снизились. В периоды кризисов и большей неопределенности шоки издержек по-прежнему вносят основной вклад в динамику инфляции, что неслучайно.

Шоки бюджетной и денежно-кредитной политики были количественно пересмотрены в сторону снижения. Это согласуется с динамикой вклада остальных шоков и на качественном уровне не меняет представления о ретроспективных оценках, представленных в предыдущем анализе.

В целом представление о природе происходящих в экономике процессов поменялось незначительно. Однако возможность детально анализировать не только сторону спроса, но и предложения будет способствовать более разностороннему и гранулярному анализу и прогнозированию макроэкономических процессов при подготовке решений по денежно-кредитной политике.

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. РАЗОВЫЕ ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ НА СТОРОНЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Инфляция, или изменение общего уровня цен в экономике, – это комплексный процесс, отражающий совместную динамику совокупного спроса и совокупного предложения. Основным фактором устойчивого роста цен являются изменения совокупного спроса, в том числе отражающие влияние на него проводимой денежно-кредитной политики. Долгосрочные изменения совокупного предложения происходят более плавно и определяются структурными факторами, численностью рабочей силы, уровнем квалификации, технологическими изменениями.

Вместе с тем наряду с этой долгосрочной динамикой на стороне предложения могут происходить изменения, связанные с действием разовых факторов в отношении отдельных товаров и услуг. Данные факторы могут иметь различную природу (например, колебания урожайности от года к году, нарушения в цепочках поставок, введение внешнеторговых барьеров и ограничений, изменения налогового режима, влияющие на экономику той или иной отрасли) и различную продолжительность действия.

Такие факторы изменения цен часто называют «немонетарными факторами инфляции», в силу того что колебания цен, которые происходят вследствие их действия, связаны не с изменениями спроса, а с изменениями на стороне предложения. Непосредственно на сами причины, которые вызывают подобные изменения цен, центральный банк своей денежно-кредитной политикой воздействовать не может. Но это не означает, что центральному банку в своих решениях по денежно-кредитной политике следует игнорировать ту часть изменения цен, которая спровоцирована подобными разовыми факторами. Во-первых, в изменении цен тех товаров, на которые сильно повлияли разовые факторы, свою роль сыграла и устойчивая инфляция. Во-вторых, если действие разового фактора продолжается в течение существенного промежутка времени и/или если разовые факторы одновременно и сонаправленно действуют на значительную часть потребительской корзины, то их влияние на общий уровень цен может отразиться на инфляционных ожиданиях, а через них иметь вторичные эффекты уже на устойчивую инфляцию.

На практике разделение ценовой динамики на устойчивую составляющую и обусловленную влиянием разовых факторов является нетривиальной задачей, так как и устойчивые, и разовые факторы воздействуют на цены одновременно. Тем не менее в своем анализе экономической ситуации и устойчивой инфляции центральный банк стремится оценить роль разовых факторов в общей ценовой динамике, а также характер и длительность их действия.

Роль разовых факторов, в том числе сохранявшихся в течение длительного времени, возросла в 2020–2021 годах вследствие значительных нарушений в производственных и логистических цепочках в период пандемии. А в 2022–2023 годах на инфляцию как в России, так и в мире оказали значительное воздействие шоки, вызванные санкциями.

Самым значительным разовым проинфляционным фактором на стороне предложения прошлого года стали **перебои с импортными поставками весной 2022 года**, вызванные введенными санкциями, уходом ряда международных брендов с российского рынка, необходимостью перенастроить логистические и платежные механизмы. В марте – апреле его действие было дополнительно усилено кратковременным всплеском ажиотажного спроса, так как население стремилось приобрести импортные товары привычных брендов, ожидая снижения их доступности. В совокупности с прочими факторами, влиявшими на цены (инфляционные ожидания, резкое, хотя и кратковременное ослабление обменного курса), это вызвало значительный скачок цен в марте – апреле прошлого года.

В последующие месяцы по мере постепенной нормализации ситуации с импортом, накопления достаточного запаса импортных товаров длительного пользования, а также исчезновения ажиотажного спроса (который в том числе частично упреждающе удовлетворил будущий спрос на непродовольственные товары) цены по многим позициям корректировались вниз с уровней, достигнутых к концу апреля. Это было значимым временным фактором низких темпов роста цен во второй половине 2022 – начале 2023 года; устойчивое инфляционное давление в этот период было выше, чем наблюдаемое изменение ИПЦ. Однако по мере завершения подстройки импортных цепочек к новым условиям (а в части потребительского импорта этот процесс уже в основном завершен) дезинфляционный вклад данного фактора сходит на нет. Более того, продолжающееся ужесточение режима санкций способно оказать дополнительное разовое проинфляционное воздействие – значительно меньшее по масштабу, чем скачок цен весной 2022 года, но более растянутое во времени.

Важным фактором инфляции, лежащим на стороне предложения, является **повышение регулируемых тарифов**. В условиях низкой инфляции их регулярное ежегодное повышение на величину целевой инфляции необходимо учитывать в оценках сезонно сглаженного роста цен, но самостоятельным разовым фактором на стороне предложения они в этих условиях не являются. Совершенно иная ситуация, например, в случае дополнительной индексации тарифов коммунальных услуг (КУ). Так, в прошлом году Правительство Российской Федерации приняло решение о переносе индексации тарифов КУ с июля 2023 года на декабрь 2022 года и об увеличении размера индексации с 4 до 9%, в том числе для учета в тарифах фактической более высокой инфляции 2022 года. Ранняя индексация в декабре 2022 года напрямую добавила 0,25 п.п. к месячному приросту потребительских цен (SA), но при этом «убрала» повышение тарифов КУ из прироста цен в июле 2023 года и из годовой инфляции по 2023 году в целом. То есть этот сдвиг индексации тарифов внес разовый проинфляционный вклад в рост ИПЦ в 2022 году и разовый дезинфляционный вклад в 2023 году. Это надо учитывать при оценке уровня устойчивой инфляции по итогам 2023 года.

Цены **плодоовощной продукции** всегда подвержены очень большим сезонным изменениям в течение года. Хороший урожай прошлого года – и в плодоовощах, и в других категориях сельхозпродукции – оказывал сдерживающее влияние на цены продовольствия. Но в январе – феврале 2023 года произошел аномально резкий рост цен на огурцы и помидоры. Он был связан с морозной зимой, что временно повысило издержки на обогрев теплиц. Влияние на цены также оказали перебои в импортных по-

ставках некоторых овощей, а также фруктов и цитрусовых. В II квартале 2023 года после исчерпания действия данных разовых факторов наблюдалась дезинфляционная динамика.

На рынке **нефтепродуктов** рост цен в 2022 и начале 2023 года происходил гораздо медленнее прироста ИПЦ в целом, общего уровня цен. Это было связано с действием демпферного механизма, который служил дезинфляционным фактором. Однако изменение общего уровня цен в экономике делает необходимым уточнение параметров демпфера, чтобы сократить объем бюджетных выплат по нему. С мая 2023 года наблюдается ускорение роста цен на бензин и дизель. Это разовый проинфляционный фактор на стороне предложения. Но поскольку его действие растянуто во времени и цены на бензин могут значительно влиять на общие инфляционные ожидания, то его вклад в общую ценовую динамику – не только прямой, но и косвенный, через рост транспортных издержек – способен создавать вторичные эффекты, повышая устойчивое инфляционное давление. Подобное влияние необходимо учитывать при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Длительная подстройка цен к снижению предложения происходит и **на рынке туристических услуг**, где в результате ограничений на перелеты, сокращения выдачи виз и сложностей с использованием российских платежных инструментов за рубежом снизилась доступность зарубежного туризма. Следствием этого стало удорожание как внешнего (из-за удорожания перелетов, а также ослабления обменного курса), так и внутреннего (из-за ограничений по вместительности средств размещения и транспорта) туризма. По мере расширения внутреннего предложения вклад этого разового проинфляционного фактора, связанного с сокращением внешнего предложения туристических услуг, будет становиться менее значимым. Но на это потребуются время.

Для ограничения действия разовых факторов на стороне предложения Правительство Российской Федерации задействует меры таможенного регулирования, а также в отдельных случаях регулирует ценообразование на отдельные товары и услуги.

Так, в части продовольственных товаров в первой половине 2023 года продолжит действие квота на вывоз основных зерновых культур (пшеницы, кукурузы, ячменя), а также запрет на экспорт риса и рисовой крупы. С марта до июля 2023 года действовал запрет на экспорт рапса за пределы России. До конца 2023 года продлено ограничение на вывоз сахара. Используются и меры прямого ценового регулирования социально значимых товаров. В частности, с 6 мая 2023 года органам государственной власти субъектов Российской Федерации разрешено устанавливать предельно допустимые розничные цены отдельных видов социально значимых продовольственных товаров первой необходимости.

Вместе с тем важно подчеркнуть, что государственные меры таможенного ценового регулирования, таможенные ограничения и государственное регулирование цен (тарифов) могут быть эффективны только в части ограничения краткосрочных эффектов разовых и временных шоков по отдельным товарам и услугам на стороне предложения. При этом необходимо помнить, что, влияя на цены, они ослабляют стимулы для производителей реагировать на изменения баланса спроса и предложения. И в случае если изменение цен отражает устойчивые сдвиги в спросе (потребительских

предпочтениях, экспортном спросе) или выпадение части предложения из-за ухода зарубежных производителей, то избыточное и продолжительное вмешательство в рыночные механизмы ценообразования лишь замедлит процесс подстройки производственных планов и возможностей к изменившимся условиям.

Основным механизмом достижения и поддержания ценовой стабильности выступает денежно-кредитная политика, проводимая Банком России с учетом всех факторов, в том числе разовых факторов на стороне предложения, которые способны оказать влияние на устойчивую инфляцию.

ПРИЛОЖЕНИЕ 5. ВОСПРИЯТИЕ ИНФЛЯЦИИ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ И БИЗНЕСА

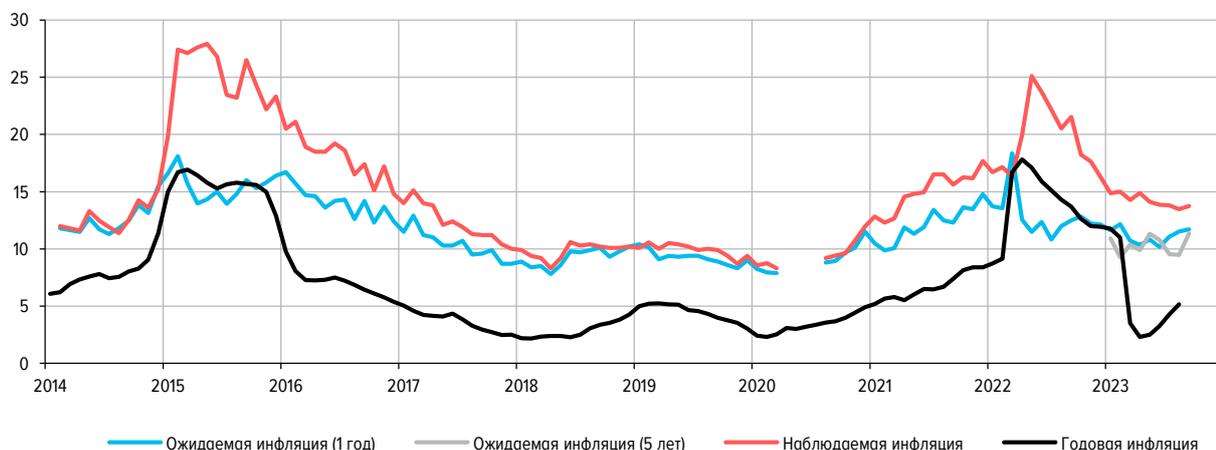
Анализ инфляционных ожиданий экономических агентов играет значительную роль при проведении денежно-кредитной политики Банком России. От инфляционных ожиданий участников экономики зависит, насколько эффективно денежно-кредитная политика будет контролировать инфляцию. Ведь предприятия, кредитные организации и домохозяйства принимают решения о потреблении, сбережении и инвестициях, устанавливая цены товаров и ставки по кредитам и депозитам, в том числе исходя из своих ожиданий относительно будущей инфляции.

В свою очередь, результаты денежно-кредитной политики Банка России влияют на инфляционные ожидания. Достижение цели по инфляции и ее сохранение на устойчиво низком уровне способствуют закориванию инфляционных ожиданий, снижению их волатильности и чувствительности к разовым и кратковременным всплескам цен на отдельные товары или услуги. Если же инфляционные ожидания не закорены, их волатильность может привести к отклонению инфляции от цели в среднесрочной перспективе, что потребует вмешательства со стороны денежно-кредитной политики.

Оценки инфляционных ожиданий и наблюдаемой инфляции на основе опросов населения почти всегда выше фактической инфляции и в России, и в других странах. Это расхождение связано с психологическими особенностями восприятия: людям свойственно замечать и активно реагировать на рост цен, тогда как снижающиеся или стабильные цены обычно привлекают меньше внимания. В результате граждане судят об инфляции в большей мере по наиболее подорожавшим товарам. Кроме того, люди обычно обращают внимание на то, что они покупают каждый день или часто. Такими товарами могут быть продукты питания, бензин, непродовольственные товары первой необходимости.

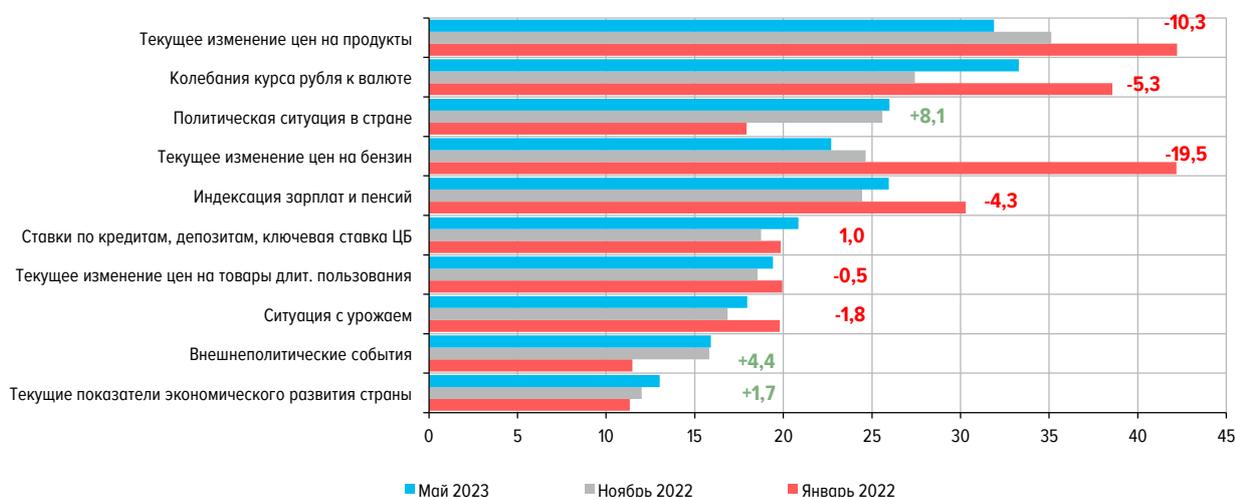
ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ
(МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА)
(%)

Рис. П-5-1



Источники: ООО «инФОМ», Росстат, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ РЕСПОНДЕНТОВ НА ВОПРОС «ЧТО ЯВЛЯЕТСЯ ДЛЯ ВАС ПРИЗНАКОМ, СИГНАЛОМ ТОГО, ЧТО ЦЕНЫ БУДУТ РАСТИ, БУДЕТ ИНФЛЯЦИЯ?»* Рис. П-5-2
(% от всех опрошенных)



* Множественный выбор, топ-10 вариантов ответа, %. Цифрами подписаны изменения: май 2023 года к январю 2022 года, в процентных пунктах. Исключен вариант «предстоящие праздники (Новый год, Пасха и тому подобное)» из-за сезонности в ответах.
Источники: ООО «инФОМ», расчеты Банка России.

Несмотря на такое систематическое смещение абсолютных значений инфляционных ожиданий, их изменение и относительный уровень по сравнению с историческим диапазоном – очень важные индикаторы, позволяющие судить о возможных изменениях в экономическом поведении домохозяйств. В свою очередь, эти изменения определяют будущую устойчивую инфляцию.

Для анализа инфляционных ожиданий населения и бизнеса Банк России прежде всего использует данные опросов населения, проводимых ООО «инФОМ» по заказу Банка России, а также мониторинга предприятий, проводимого Банком России. Дополнительными источниками информации об инфляционных ожиданиях экономических агентов являются прогнозы инфляции профессиональных аналитиков и оценки вмененной инфляции, заложенной в цены ОФЗ-ИН¹.

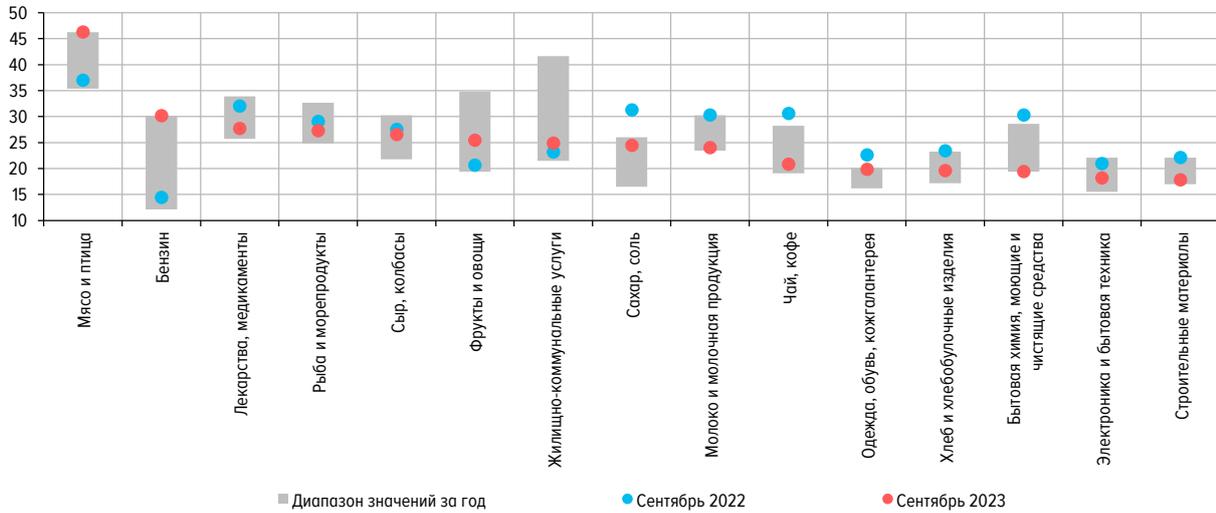
Инфляционные ожидания населения, по данным опроса ООО «инФОМ», во второй половине 2022 года и январе – сентябре 2023 года оставались повышенными – в диапазоне от 10,2 до 12,8%². Сохранение инфляционных ожиданий населения на сравнительно высоком уровне при умеренных темпах роста цен на протяжении большей части этого периода во многом объяснялось повышенной неопределенностью относительно общей ситуации в экономике, сохранением санкционного давления, представлениями населения о дополнительных бюджетных расходах и их влиянии на инфляцию. Опрос ООО «инФОМ» подтверждает, что в 2022–2023 годах роль текущей динамики цен, товаров-маркеров, индексаций, равно как и обменного курса при формировании ожиданий граждан о будущем росте цен, снизилась, хотя и оставалась определяющей, а роль внешнеполитической ситуации, напротив, возросла.

¹ Анализ инфляционных ожиданий разных экономических агентов посвящен ежемесячный информационно-аналитический комментарий «[Инфляционные ожидания и потребительские настроения](http://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/)» (http://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/).

² Подробно динамика инфляционных ожиданий населения в 2022 году рассмотрена во врезке 3 [Доклада о денежно-кредитной политике. № 1 \(41\). Февраль 2023 года](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43774/2023_01_ddcp.pdf) (http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43774/2023_01_ddcp.pdf).

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

Рис. П-5-3

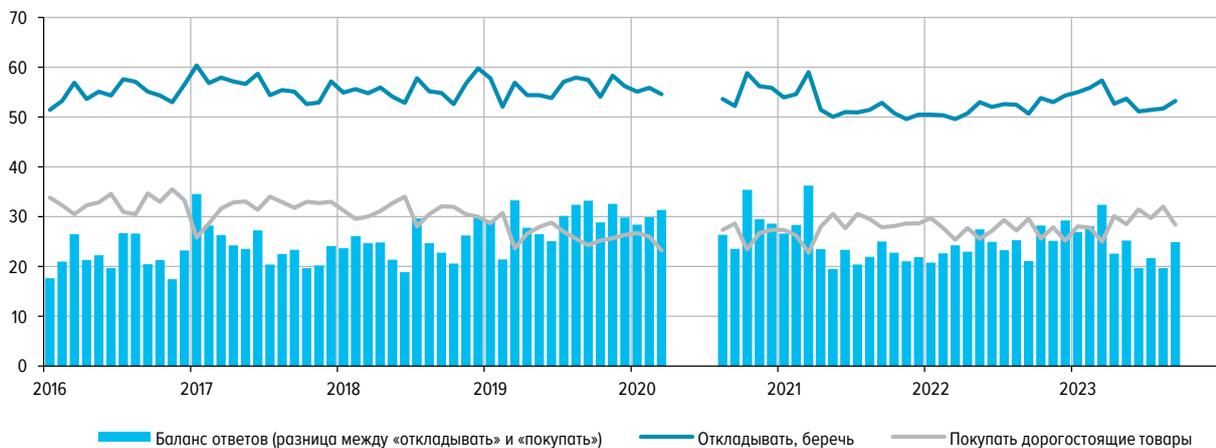


Источник: ООО «инФОМ».

Наблюдаемая населением инфляция в июле – декабре 2022 года и январе – мае 2023 года преимущественно снижалась. С июня 2023 года оценки наблюдаемой инфляции остаются практически неизменными, в диапазоне от 13,5 до 13,9%. В сентябре 2023 года оценка наблюдаемой инфляции составила 13,8%, что на 11,3 процентного пункта ниже локального максимума мая 2022 года. В июле – декабре 2022 года и январе – мае 2023 года снижалась и обеспокоенность респондентов ростом цен на наиболее часто покупаемые товары и услуги. С лета 2023 года в условиях ускорения текущего роста цен респонденты стали чаще сообщать о сильном удорожании отдельных товаров. Так, в сентябре 2023 года обеспокоенность респондентов ростом цен на мясо и птицу, а также на бензин достигла максимума за год.

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

Рис. П-5-4

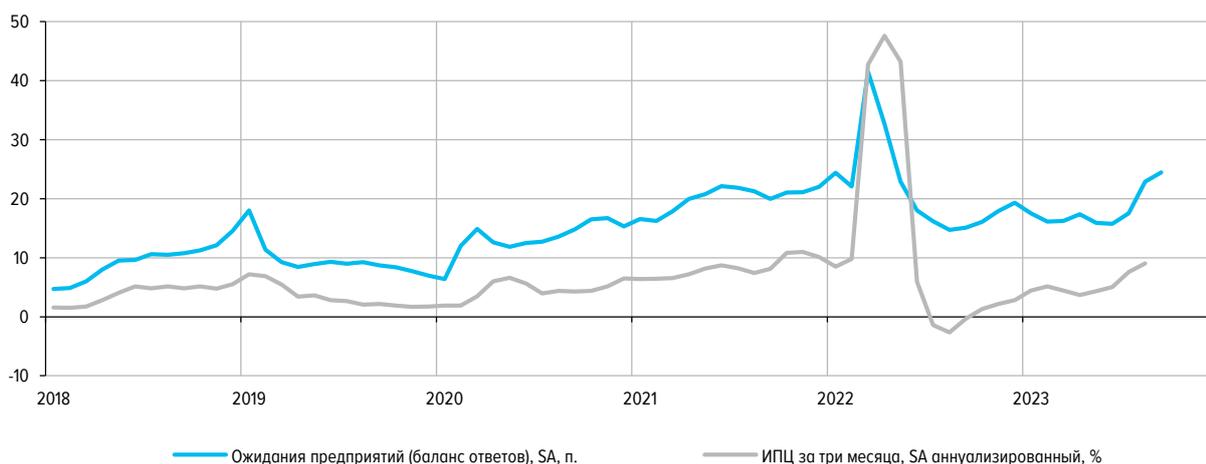


Источник: ООО «инФОМ».

Важное значение для проведения денежно-кредитной политики Банка России имеет оценка сберегательного поведения граждан, изменения которого сказываются на динамике потребительского спроса и, как следствие, на динамике инфляции. Так, по данным опросов ООО «инФОМ», с апреля 2022 года по март 2023 года наблюдался повышательный тренд в динамике склонности респондентов к сбережению. Это было связано с несколькими причинами. С одной стороны, в этот период сохранялась общая неопределенность относительно экономической ситуации. На потребительских и сберегательных настроениях сказывались сильный рост цен, произошедший в феврале – апреле 2022 года, и изменение ассортимента на рынках товаров длительного пользования в связи с уходом ряда международных брендов. Из-за этого часть граждан могла откладывать решения о крупных покупках или отказываться от них, предпочитая сберегать свободные деньги. Такие изменения в сберегательных настроениях привели к общему охлаждению потребительской активности. Сдержан-

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

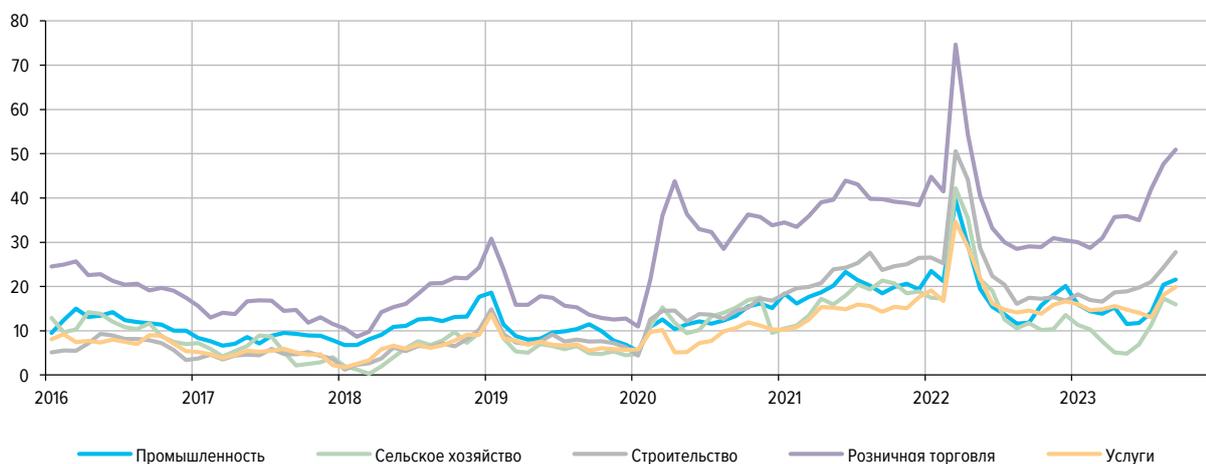
Рис. П-5-5



Источники: Банк России, Росстат.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОСНОВНЫМ ОТРАСЛЯМ
(баланс ответов, SA, пунктов)

Рис. П-5-6



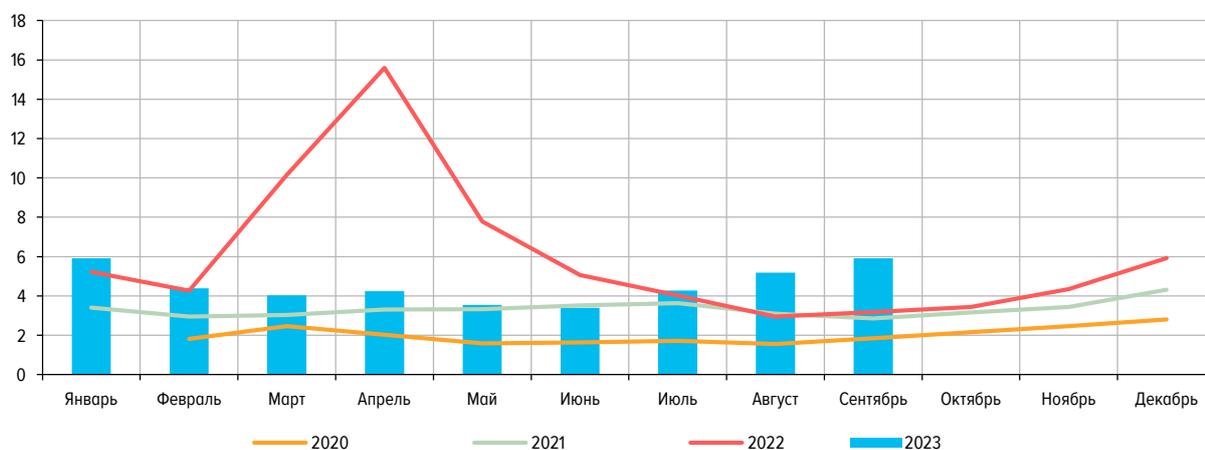
Источники: Банк России.

ный потребительский спрос во второй половине 2022 – начале 2023 года был одним из факторов, способствовавших замедлению роста цен. В апреле – августе 2023 года склонность населения к сбережению снижалась, росла доля респондентов, предпочитающих тратить свободные деньги на покупку дорогостоящих товаров. С сентября 2023 года склонность респондентов к сбережению вновь начала повышаться на фоне роста ставок по депозитам и кредитам.

Согласно данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России³, в июле – декабре 2022 года и январе – июне 2023 года ценовые ожидания предприятий (баланс ответов) на три месяца вперед сохранялись на повышенном уровне без выраженной устойчивой повышательной или понижательной динамики, в июле –

СРЕДНИЙ ТЕМП ПРИРОСТА ОТПУСКНЫХ ЦЕН, ОЖИДАЕМЫЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ
В БЛИЖАЙШИЕ ТРИ МЕСЯЦА, В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ
(хозяйство, всего, %)

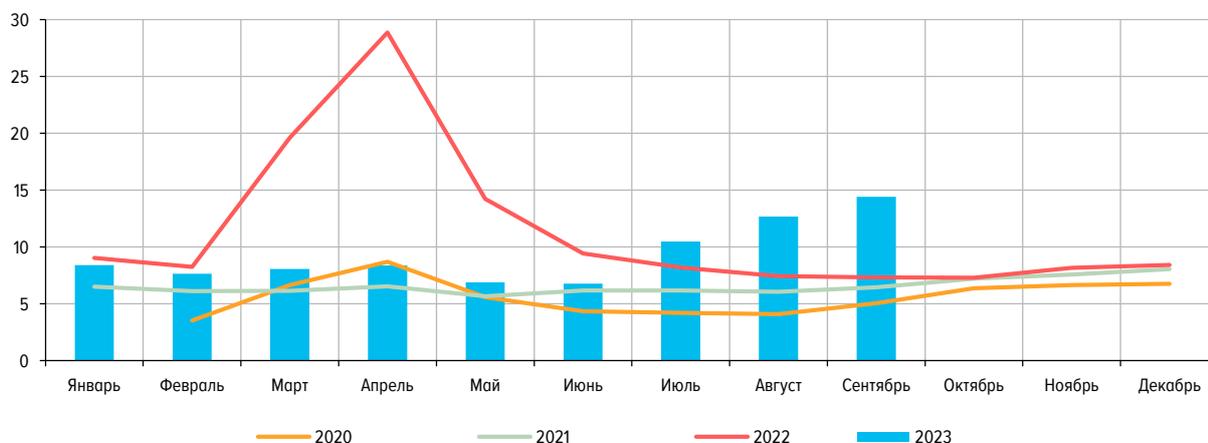
Рис. П-5-7



Источник: Банк России.

СРЕДНИЙ ОЖИДАЕМЫЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ ТЕМП ПРИРОСТА ЦЕН
НА БЛИЖАЙШИЕ ТРИ МЕСЯЦА
(в годовом выражении, %)

Рис. П-5-8



Источник: Банк России.

³ Результаты мониторинга предприятий представлены в ежемесячном информационно-аналитическом комментарии «Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии» (<http://www.cbr.ru/analytics/dkp/monitoring/>).

августе 2023 года ценовые ожидания заметно повысились. Количественный показатель инфляционных ожиданий предприятий – средний ожидаемый темп прироста цен в ближайшие три месяца (в годовом выражении) – во второй половине 2022 года и в январе – июне 2023 года находился преимущественно вблизи 4%, к сентябрю 2023 года он возрос до 5,9%. Некоторый всплеск в динамике ценовых и инфляционных ожиданий предприятий отмечался в сентябре – декабре 2022 года и был в основном связан с ростом издержек, ожидавшимся повышением тарифов на коммунальные услуги и на железнодорожные грузоперевозки, а также с некоторым улучшением оценок предприятий относительно текущего и будущего спроса. В январе – феврале 2023 года, когда перенос издержек и повышение тарифов предприятия учитывали уже как состоявшиеся, ценовые и инфляционные ожидания предприятий по экономике в целом немного снизились. В марте – июне 2023 года они изменялись незначительно, при этом динамика по отраслям была разнонаправленной. С марта 2023 года преимущественно повышались ценовые ожидания в розничной торговле на фоне отмечавшегося предприятиями оживления спроса. При этом уровень ценовых и инфляционных ожиданий в розничной торговле был заметно выше, чем в целом по экономике: средний ожидаемый предприятиями розничной торговли темп прироста цен на ближайшие три месяца (в годовом выражении) с июля 2022 года по июнь 2023 года находился в диапазоне 6,5–8,5%, а к сентябрю 2023 года возрос до 14,4%. В сельском хозяйстве ценовые ожидания в январе – мае 2023 года преимущественно снижались в условиях увеличения предложения сельскохозяйственной продукции на рынке и замедления роста издержек, в том числе из-за высокого урожая зерновых в 2022 году. С июля 2023 года во всех отраслях ценовые ожидания стали повышаться. Предприятия связывали это с ослаблением рубля и ускорением роста издержек.

В целом инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий во второй половине 2022 года и январе – сентябре 2023 года находились на повышенных уровнях. Это является важным фактором, который Банк России учитывает при принятии решений по денежно-кредитной политике. Более высокий уровень инфляционных ожиданий при прочих равных означает необходимость поддержания на более высоком уровне и ключевой ставки. Кроме того, незаякоренность инфляционных ожиданий и сохранение их чувствительности к разовым ценовым всплескам или к колебаниям курса рубля создают риски возникновения вторичных эффектов, нейтрализация которых может потребовать реакции со стороны денежно-кредитной политики. Дальнейшему снижению и заякориванию инфляционных ожиданий будет способствовать длительное удержание инфляции на низком уровне – вблизи цели 4%.

ПРИЛОЖЕНИЕ 6. ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ: МЕЖСТРАНОВЫЕ СОПОСТАВЛЕНИЯ

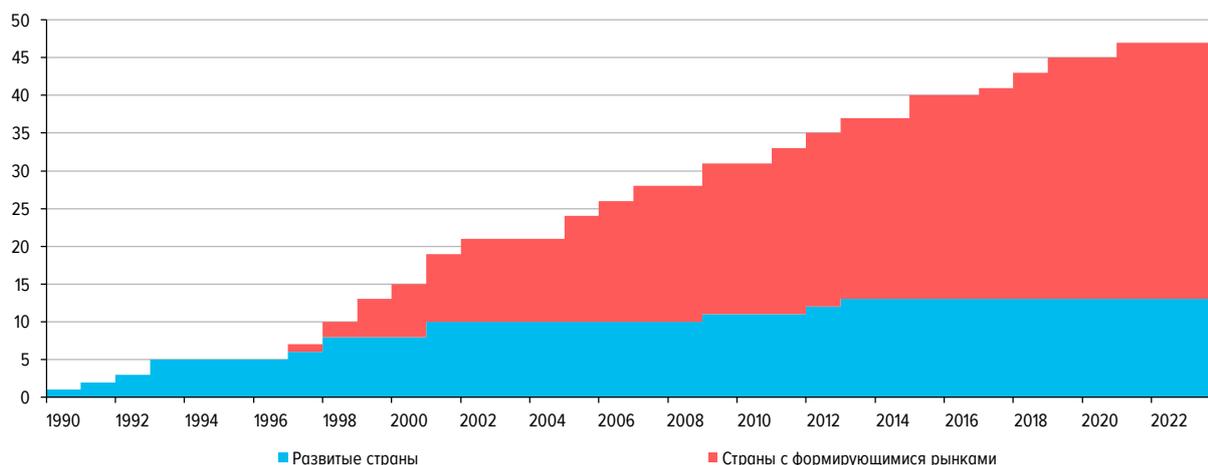
ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ: ЭФФЕКТИВНОСТЬ СТРАТЕГИИ И ЕЕ РАСПРОСТРАНЕНИЕ В МИРЕ

Роль стран, придерживающихся стратегии таргетирования инфляции, в мировой экономике

Сегодня в мире ценовая стабильность, то есть низкая и стабильная инфляция, является основной задачей центральных банков при проведении денежно-кредитной политики. На практике центральные банки чаще всего реализуют ее через стратегию таргетирования инфляции. Формирование четкой зоны ответственности центрального банка и повышение его подотчетности перед обществом в сочетании с ясностью целеполагания обусловили широкое распространение таргетирования инфляции в мире с начала 1990-х годов. По данным МВФ¹, в настоящее время денежно-кредитную политику в рамках стратегии таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47² стран и интеграционных объединений. По оценкам на 2022 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. И практически все из них относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации Всемирного банка. В свою очередь, на 20 крупнейших стран и экономик мира, где ре-

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

Рис. П-6-1



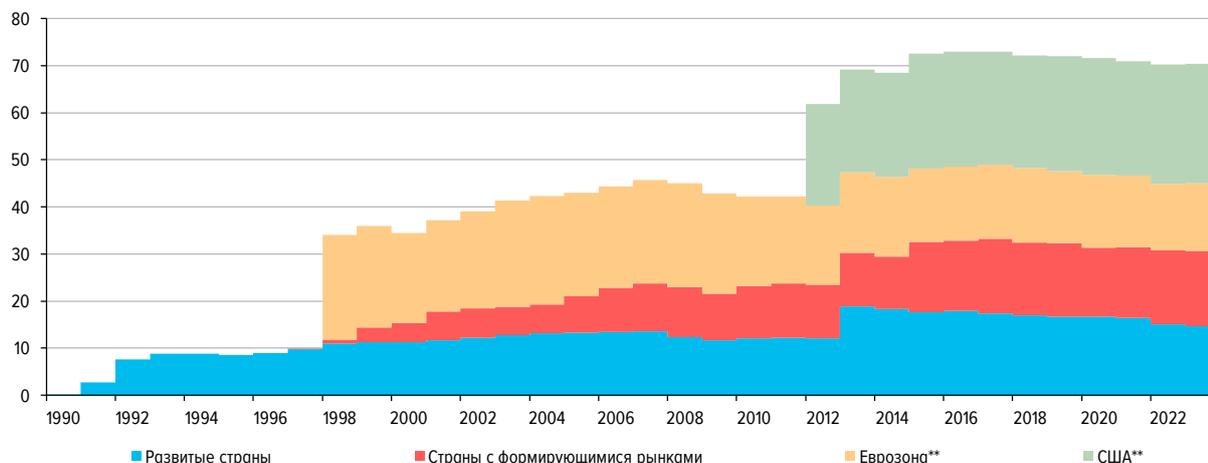
Источники: МВФ, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2022 год).

¹ См. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2022).

² Единственным интеграционным объединением в составе экономик, где проводится политика таргетирования инфляции, является Европейский валютный союз (еврозона) с 20 государствами-членами. Республика Сейшелы также классифицируется как страна, где центральный банк придерживается стратегии таргетирования инфляции. Однако с 2021 года центральный банк страны не использует количественно формализованную цель по инфляции.

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

Рис. П-6-2



* 2023 год – прогнозные значения.

** В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – в 1998 году.
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

ализуется политика таргетирования инфляции, приходится примерно 60% мирового ВВП по паритету покупательной способности (по данным Всемирного банка).

Первым центральным банком, перешедшим к таргетированию инфляции, в 1989 году стал Резервный банк Новой Зеландии. К началу 2000-х годов переход к стратегии таргетирования инфляции был осуществлен практически во всех развитых³ экономиках. Среди СФР первопроходцем в таргетировании инфляции с 1997 года стал Чешский национальный банк⁴. Банк России перешел к таргетированию инфляции в 2015 году. Среди стран – членов БРИКС, помимо Банка России, стратегии таргетирования инфляции официально придерживаются Резервный банк Индии, Центральный банк Бразилии и Резервный банк ЮАР. Народный банк Китая, хотя и не может считаться таргетером инфляции, за последние десятилетия осуществил заметные изменения подходов в проведении денежно-кредитной политики (в большей степени на уровне инструментов), несколько приблизив их к подходам, применяемым в рамках таргетирования инфляции, и продолжает дальнейшее развитие⁵. По состоянию на 2022 год среди

³ На практике к регионам, где центральные банки таргетируют инфляцию, относят США и Европейский валютный союз (еврозону). Это связано с тем, что, хотя Федеральная резервная система США и Европейский центральный банк официально не объявляют себя таргетерами инфляции, они имеют все ключевые отличительные элементы таргетирования инфляции: объявленные публично цели по инфляции, плавающие курсы национальных валют, процентные ставки и коммуникацию как основные инструменты денежно-кредитной политики.

⁴ МВФ начал классифицировать Чехию как развитую экономику только с 2009 года (World Economic Outlook, октябрь 2009 года).

⁵ Отличительной особенностью денежно-кредитной политики Народного банка Китая (НБК) выступает множественность целей, промежуточных ориентиров и инструментов политики. Такая сложная структура во многом является наследием плановой экономики, отражает специфику развития рынков (стремительного, но неравномерного) и институциональной среды. За последние десятилетия (особенно после 2015 года) в условиях поступательного перехода экономики Китая на рыночные рельсы НБК сделал большой шаг вперед в повышении эффективности работы трансмиссионного механизма своей денежно-кредитной политики. Это касается в первую очередь выстраивания системы инструментов управления ликвидностью для управления ставками денежного рынка (по типу близкой к процентному коридору), в целом упрощения системы процентных ставок денежно-кредитной политики.

СФР таргетерами инфляции являются центральные банки 34 стран, и их количество продолжает постепенно расти.

Эффективность таргетирования инфляции по сравнению с другими стратегиями денежно-кредитной политики

Изучению результативности таргетирования инфляции за его более чем 30-летнюю историю посвящены многочисленные академические исследования, в том числе сравнивающие эффективность данной стратегии с таргетированием отличных от инфляции макроэкономических показателей (например, денежных агрегатов или курса национальной валюты). Большинство исследований подтверждают преимущества таргетирования инфляции не только в поддержании ценовой стабильности, но и в улучшении перспектив роста экономики⁶.

Институциональные преобразования, реализуемые в условиях таргетирования инфляции (рост независимости и подотчетности центрального банка, улучшение практики коммуникации решений по денежно-кредитной политике), способствуют повышению уровня доверия общества к деятельности центрального банка, увеличивают предсказуемость макроэкономических условий⁷. Это снижает вес адаптивной («назад смотрящей») компоненты в инфляционных ожиданиях экономических агентов, что позволяет центральным банкам эффективнее достигать цели по инфляции и повышает гибкость денежно-кредитной политики.

Гибкость денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции и плавающего курса национальной валюты усиливает ее контрциклическую⁸ роль в экономике. То есть национальная экономика в условиях таргетирования инфляции лучше поглощает внешние и внутренние экономические шоки по сравнению с режимами таргетирования отличных от инфляции макроэкономических показателей⁹.

Дополнительно уменьшилось прямое государственное участие в ценообразовании банковских продуктов в экономике, в том числе вмешательство в трансфертное ценообразование банков. Наконец, НБК постепенно уменьшил роль норматива обязательного резервирования при проведении денежно-кредитной политики, а также повысил информационную открытость для формирования доверия участников рынка. Несмотря на уже достигнутые успехи, по мнению многих экспертов, остается еще достаточно пространства для совершенствования, о чем говорит в том числе и сам НБК. В официальных выступлениях представителей НБК, в частности, подчеркивается приверженность дальнейшему развитию процентной политики, основанной на рыночных механизмах, и повышению прозрачности. Следует также отметить, что в условиях множественности целей НБК также имеет действующий целевой ориентир по инфляции. Он устанавливается Государственным советом Китая и озвучивается премьер-министром страны весной каждого года. С 2015 года целевой ориентир находится на уровне «около 3%». При этом, исходя из официальной коммуникации НБК, цель по инфляции является несимметричной и представляет собой скорее потолок для инфляции. НБК в гораздо меньшей мере стремится избегать существенных отклонений инфляции вниз от цели, чем вверх.

⁶ См., например, метаанализ 113 исследований, посвященных изучению результативности таргетирования инфляции: Hippolyte W. Balima, Eric G. Kilama, René Tapsoba. [Inflation targeting: Genuine effects or publication selection bias?](https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2020.103520) (<http://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2020.103520>). *European Economic Review*. Volume 128, 2020.

⁷ См. [Blinder \(2000\)](#); [Gürkaynak et al. \(2006\)](#); [Ötoker & Freedman \(2009\)](#); [Каптаев \(2015\)](#); [Shmidt-Hebbel & Carrasco \(2016\)](#).

⁸ 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.

⁹ См. [Fratzscher et al. \(2017\)](#).

Кроме того, в долгосрочной перспективе успешная реализация стратегии таргетирования инфляции не только повышает устойчивость экономического роста¹⁰, но также увеличивает его темпы¹¹. При этом в СФР в отличие от развитых стран положительные эффекты на темпы роста экономики могут проявляться на более поздних этапах таргетирования инфляции. И важным условием для их реализации является накопление доверия к проводимой центральным банком денежно-кредитной политике в результате поддержания инфляции на стабильно низких уровнях.

Выбор целей по инфляции и их достижение после перехода к таргетированию инфляции

Форматы среднесрочных целей¹² по инфляции, используемые центральными банками в мире, весьма разнообразны в части как уровней, так и типов. Цели по инфляции в развитых экономиках, как правило, устанавливаются на уровне 2% (исключение – Исландия и Австралия). Среди СФР, для которых исторически характерна более высокая волатильность макроэкономической среды, разброс уровней целей более выраженный – от 2 до 8%. Но чаще всего цели по инфляции в СФР устанавливаются в диапазоне от 3 до 4%.

Среди типов цели по инфляции в мире наиболее распространен тип цели в виде точки с диапазоном отклонений, который широко используется именно среди центральных банков СФР. В развитых странах чаще используется точка. Менее всего в мире распространен целевой диапазон. При этом ширина диапазонов целей в СФР в среднем больше, чем в развитых странах.

На практике при выборе среднесрочных целей по инфляции (уровней и типов) центральные банки учитывают широкий набор факторов¹³. С одной стороны, это различные теоретические¹⁴ критерии оптимальности формата цели. С другой стороны, это и факторы, отражающие практические особенности условий проведения денежно-кредитной политики: общая стабильность макроэкономической среды, включая уровень доверия к макроэкономической политике и институтам; степень зрелости¹⁵ режима таргетирования инфляции, успехи денежно-кредитной политики в поддержании

¹⁰ См. [Mishkin \(2004\)](#); [Miller et al. \(2012\)](#); [Fratzcher et al. \(2017\)](#); [Balima et al. \(2020\)](#); [Ravenna & Ingholt \(2021\)](#).

¹¹ См. [Hale & Philippov \(2015\)](#) или [Картаев \(2015\)](#).

¹² Цели по инфляции, действующие в течение продолжительного периода неизменности. Как правило, центральные банки переходят к таргетированию среднесрочных целей по инфляции после завершения периодов дезинфляции, продолжающихся в течение нескольких лет (это особенно касается СФР). В условиях дезинфляции, которая может проходить как до официального перехода к таргетированию инфляции, так и в первые годы после перехода к данной стратегии, центральные банки могут пользоваться промежуточными ежегодными целевыми ориентирами по инфляции.

¹³ Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. Исследовательский доклад «[Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире](#)». Май 2023 года (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_3.pdf); Магжанов Т., Мещеряков А. Исследовательский доклад «[Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции?](#)». Май 2023 года (http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/146496/research_policy_notes_b_1_5.pdf).

¹⁴ Применительно к уровню цели по инфляции могут учитываться издержки для общественного благосостояния от ценовых колебаний. Издержки связаны среди прочего с проблемами номинальных жесткостей в экономике в краткосрочном периоде (особенно на рынке труда), с рисками достижения эффективной нижней границы ключевой ставки (Effective Lower Bound, ELB) в случае реализации дезинфляционных шоков в экономике. Что касается типа цели по инфляции, то здесь важны аспекты эффективного заякоривания инфляционных ожиданий при одновременном обеспечении достаточной гибкости для денежно-кредитной политики в случае реализации про- или дезинфляционных шоков.

¹⁵ Средний период таргетирования инфляции в развитых странах составляет 24 года (в СФР – 13 лет).

ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ, ПРИМЕНЯЮЩИХ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ, С ГРУППИРОВКОЙ ПО КЛАССИФИКАЦИИ ВСЕМИРНОГО БАНКА (%)

Рис. П-6-3



* Цель Банка Индонезии на 2024 год (цель на 2023 год – 3% ± 1 п.п.); цель Банка Бразилии с 2024 года (цель на 2023 год – 3,25% ± 1,5 п.п.).

** С августа 2020 года ФРС США применяет гибкое таргетирование средней инфляции (flexible average inflation targeting, FAIT).

Примечание. Классификация Всемирного банка по данным о валовом национальном доходе на душу населения за 2022 год.

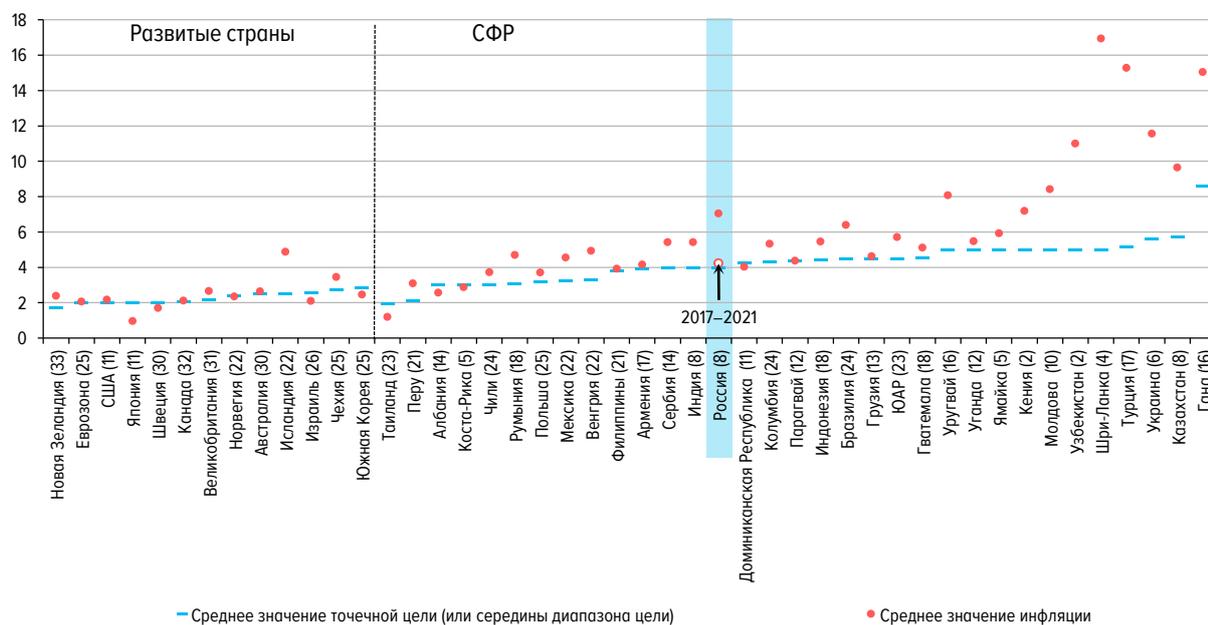
Источники: сайты центральных банков, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2022), Всемирный банк.

низкой и стабильной инфляции; близость целевого ориентира по инфляции к целям в основных странах – торговых партнерах и сопоставимых по уровню развития экономиках; иные специфические для национальной экономики структурные особенности. На выбор типа цели по инфляции влияют и такие институциональные особенности условий проведения денежно-кредитной политики, как, например, вовлеченность правительства в выбор цели по инфляции, степень открытости центрального банка в объяснении логики решений по денежно-кредитной политике.

Хотя на практике в отдельные периоды инфляция может значительно отклоняться от цели, большинство центральных банков, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в конечном счете успешно удерживают инфляцию вблизи целевых

УСРЕДНЕННЫЕ ЦЕЛИ (%) И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ (% Г/Г) ЗА ВСЕ ГОДЫ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ
В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ

Рис. П-6-4



Примечание. Среднее значение инфляции рассчитано с момента перехода к режиму таргетирования инфляции по август 2023 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. Развитые страны и СФР разделены на две разные группы. Внутри групп страны отсортированы по величине среднего значения цели по инфляции. Среднее значение цели по инфляции учитывает в том числе изменение уровня цели на истории в случае, если такие изменения имели место. Если исторически в стране использовался тип цели в виде точки с диапазоном отклонений, то при расчете среднего уровня цели использовалась точка внутри диапазона. Если в стране использовался целевой диапазон без формализованной точки – использовалась середина диапазона.

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

значений. При этом в большинстве развитых стран инфляция в среднем за весь период таргетирования 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 с опытом таргетирования инфляции более 20 лет инфляция в среднем находится в пределах установленных целей. В странах с меньшим опытом разброс несколько выше.

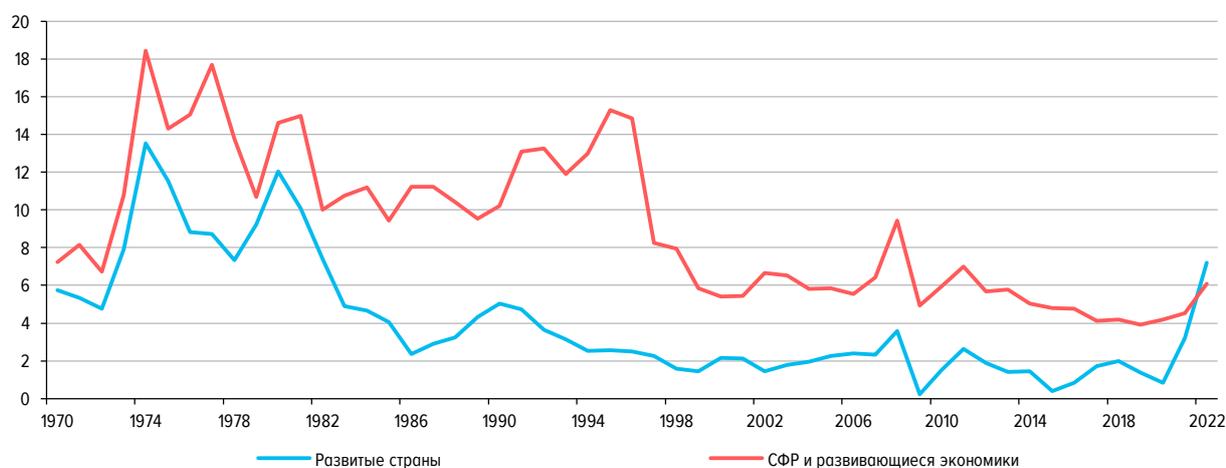
ПРАКТИКА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ: РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ ВЗГЛЯД

Начало таргетирования инфляции в 1990-х и 2000-х годах

К середине 1990-х годов после двух десятилетий высокой и волатильной инфляции, вызванной в том числе несколькими крупными нефтяными шоками, темпы роста цен в развитых странах снизились и стабилизировались на уровне около 2% благодаря последовательной политике дезинфляции со стороны центральных банков. Начавшийся с начала 1990-х годов переход центральных банков развитых стран к таргетированию инфляции значительно улучшил предсказуемость макроэкономических условий в экономиках этой группы стран. Это позволило им обеспечить поддержание умеренно низкой инфляции на длительный период вперед, вплоть до мирового финансового кризиса 2007–2008 годов (МФК), несмотря на отдельные кризисные эпизоды (например, крах доткомов в США в начале 2000-х годов).

ИНФЛЯЦИЯ ПО ГРУППАМ СТРАН, ВЗВЕШЕННАЯ ПО ВВП
(% г/г)

Рис. П-6-5



Источники: Ha, Jongrim, M. Ayhan Kose and Franziska Ohnsorge. One-Stop Source: A Global Database of Inflation. Policy Research Working Paper 9737. World Bank. Washington DC. 2021.

В то же время для СФР период высокой и волатильной инфляции был более продолжительным. Многие экономики СФР и развивающиеся экономики переживали трансформационный кризис (переход от плановой к рыночной системе), а в 1997–1998 годах столкнулись с оттоком капитала и девальвацией национальных валют на фоне азиатского финансового кризиса. В целом лишь к концу 1990-х годов в крупнейших СФР инфляция стабилизировалась на минимальных за несколько десятилетий уровнях. Многие СФР начали проводить структурные реформы, направленные в основном на либерализацию международной торговли, а также улучшение бюджетной дисциплины, что впоследствии помогло им создать условия для постепенного перехода к таргетированию инфляции.

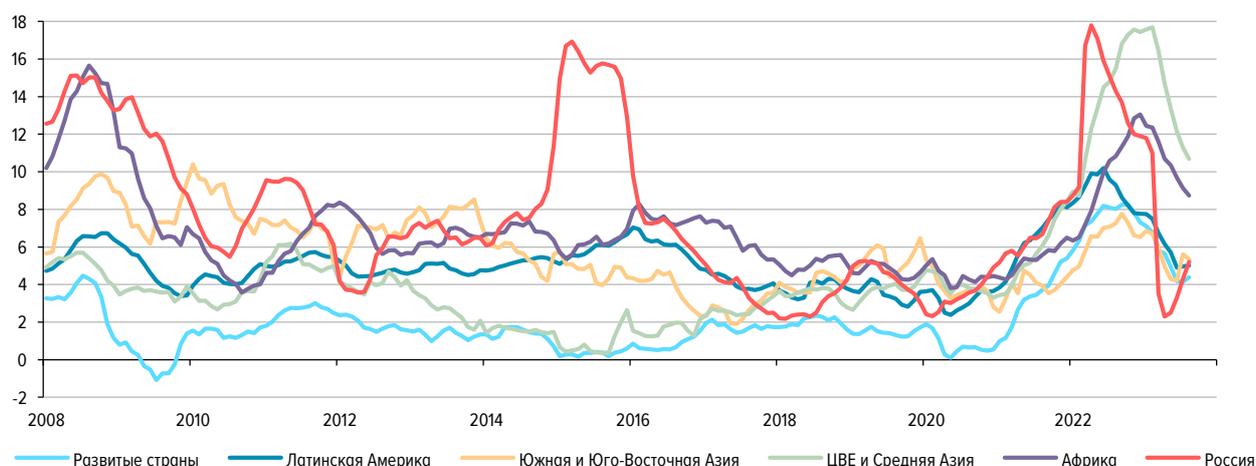
Причины устойчиво низкой инфляции в мире после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов

Десятилетие после МФК стало периодом устойчиво низкой инфляции в масштабах мировой экономики. Хотя в СФР инфляционная картина различалась по странам и регионам, 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

УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ В РАЗРЕЗЕ ГРУПП СТРАН
(%)

Рис. П-6-6



Примечание. Для расчетов используется средневзвешенное по ВВП (в текущих ценах в долларах США за соответствующий год) внутри каждой группы годовое изменение индекса потребительских цен (ИПЦ).

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, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан; Африка – ЮАР, Республика Сейшелы, Гана, Уганда, Кения.

Источники: Sbondis, Всемирный банк, расчеты Банка России.

глобальной реформы банковского регулирования¹⁶, направленной на повышение устойчивости банковских систем к финансовым кризисам; существенным снижением склонности к риску широкого круга экономических агентов (населения, бизнеса и так далее)¹⁷; постепенным сворачиванием бюджетных стимулов¹⁸ после завершения активной фазы МФК и на фоне обострения проблем с государственным долговым бременем, особенно после европейского долгового кризиса 2009–2010 годов¹⁹. Понижительное давление на цены оказывало и усиление глобальной конкуренции в сфере розничной торговли на фоне быстрого развития сегмента интернет-розницы (так называемый Amazon-эффект)²⁰. Кроме того, замедление темпов роста совокупной факторной производительности²¹ и низкая склонность экономических агентов к риску одновременно привели к существенному снижению нейтральных процентных ставок денежно-кредитной политики в этой группе стран²². 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 набо-

¹⁶ 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.

¹⁷ См., например, Brad Jones. Uncertainty and Risk Aversion – Before and After the Pandemic. Reserve Bank of Australia.

¹⁸ См. Fiscal consolidation targets, plans and measures in OECD countries. Restoring public finances. 2012.

¹⁹ См. Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, Martin A. Weiss. The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress. Congressional Research Service. 2012.

²⁰ См. выступление Janet L. Yellen на конференции Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals. 2017.

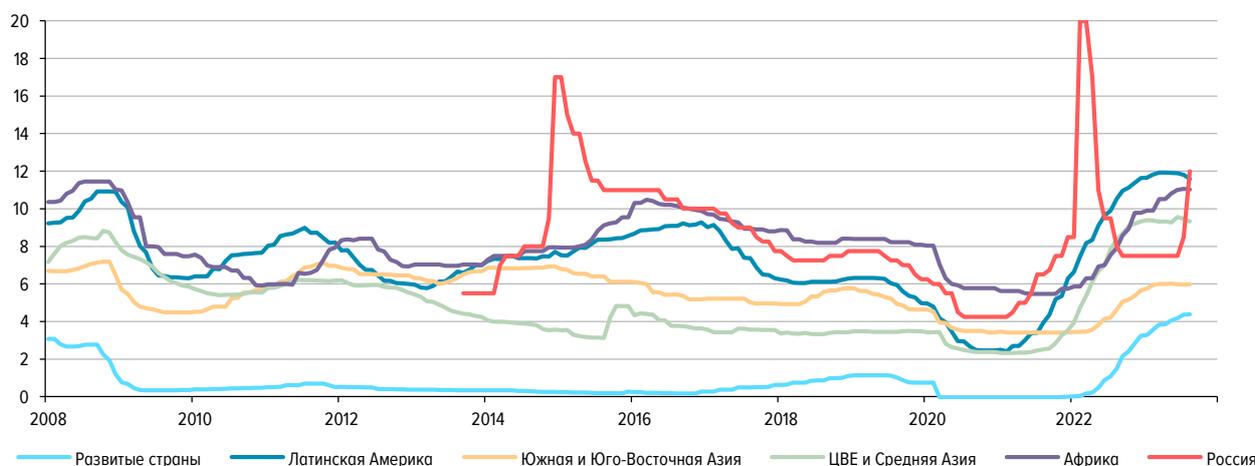
²¹ См. Dieppe, Alistair. 2021. Global Productivity. Trends, Drivers, and Policies. Washington, DC. World Bank.

²² См. Holston K., Laubach, T., & Williams, J. C. Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. Journal of International Economics, 108. 2017.

ра дезинфляционных факторов. С целью увеличения монетарных стимулов для поддержки восстановления экономик и недопущения устойчивой дефляции центральные банки крупнейших развитых стран 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, а инфляционное давление – пониженным.

СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ ПО РЕГИОНАМ (%)

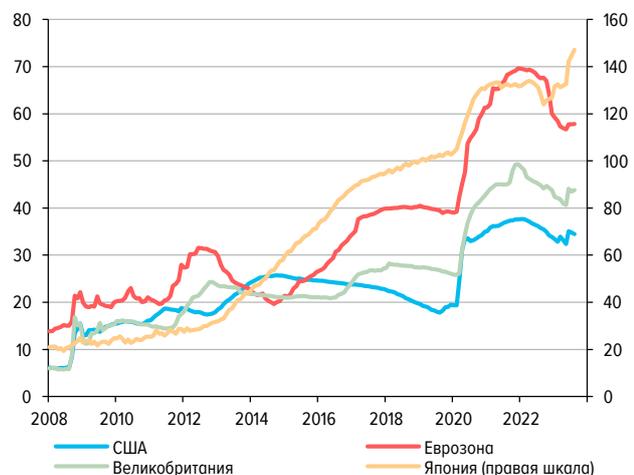
Рис. П-6-7



Примечание. Ставка рассчитана как взвешенное по величине ВВП страны в регионе (в текущих ценах в долларах США за соответствующий год) значение ключевых ставок центральных банков с января 2008 года по 31 августа 2023 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, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан; Африка – ЮАР, Республика Сейшель, Гана, Уганда, Кения. Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

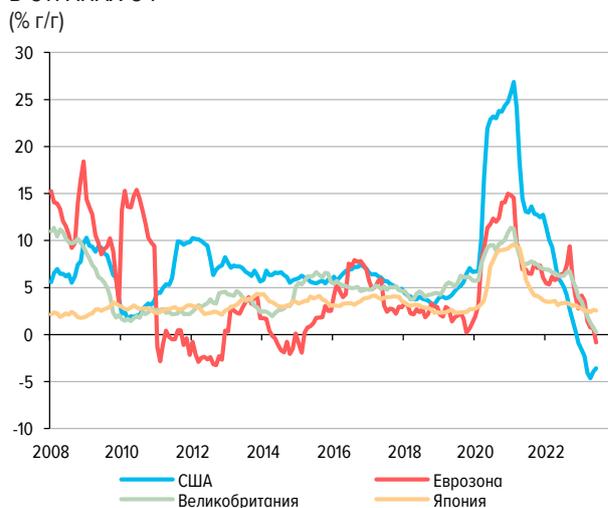
ОТНОШЕНИЕ БАЛАНСА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА К ВВП В СТРАНАХ G4 (%)

Рис. П-6-8



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

Рис. П-6-9



Примечание. На рисунке П-6-8 отражено отношение величины баланса ЦБ к средней величине ВВП страны за последние четыре квартала. Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Основным инструментом, используемым центральными банками для достижения цели 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, а его частным случаем является нулевая граница (Zero Lower Bound, ZLB).

В случае когда ключевая ставка находится вблизи ZLB, а в экономике сохраняются выраженные дезинфляционные или даже дефляционные риски либо инфляция устойчиво отклоняется вниз от целевого уровня, необходимое смягчение денежно-кредитных условий происходит за счет следующих нетрадиционных инструментов:

Покупка активов (в рамках программ количественного смягчения (Quantitative Easing, QE) или контроля кривой доходностей (Yield Curve Control, YCC) – покупка 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 повышенном 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 устойчивого отклонения инфляции вниз от целей после мирового финансового кризиса 2007–2008 годов, а также после начала пандемии COVID-19 весной 2020 года. Покупка активов в рамках количественного смягчения – наиболее часто используемое, а также отчасти эффективное средство поддержки совокупного спроса в условиях исчерпания пространства для традиционной денежно-кредитной политики¹. Однако использование подобных инструментов также сопровождается высокими рисками из-за возможного искажения рыночного ценообразования на финансовых рынках.

Поддержание чрезмерно мягких денежно-кредитных условий длительное время (например, отрицательного уровня ключевых процентных ставок) приводит к росту рисков для устойчивости балансов банков, которые приобретают финансовые активы и выдают кредиты (особенно долгосрочные) во время проведения мягкой денежно-кредитной политики. Привыкание частного сектора к таким условиям или формирование ожиданий о сохранении нетрадиционной политики длительное время в первую очередь увеличивает

¹ 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.

ют процентные риски для банков. Это повышает непредсказуемость последствий сворачивания программ покупок активов для финансовых рынков и экономики в целом в случае необходимости нормализации денежно-кредитной политики. Например, резкий выход Резервного банка Австралии (РБА) из программы YCC в конце 2021 года привел к повышенной волатильности на финансовом рынке и, по признанию самого РБА, репутационному ущербу для него². Опыт же отдельных развитых стран в 2022–2023 годах (например, также Великобритании или США) подтверждает, что реализация накопленных рисков и стремительное ухудшение балансов банков могут значительно ограничить возможности ужесточения денежно-кредитной политики и, как следствие, обеспечения ценовой стабильности³.

² Review of the Yield Target. [Reserve Bank of Australia](https://www.rba.gov.au/monetary-policy/reviews/yield-target/) (<https://www.rba.gov.au/monetary-policy/reviews/yield-target/>).

³ См., например, Markus K. Brunnermeier. [Rethinking Monetary Policy in a Changing World](https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/rethinking-monetary-policy-in-a-changing-world-brunnermeier). Finance & Development. March 2023. (<http://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/rethinking-monetary-policy-in-a-changing-world-brunnermeier>).

Динамика инфляции в 2021–2023 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 Филлипса²³. 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 экономики 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 года²⁴.

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 мер²⁵. В крупнейших развитых странах рост цен в 2022 году достиг рекордных за последние 40 лет значений.

²³ См. выступление Andrew G. Haldane на National Science and Media Museum. Bradford, 2017.

²⁴ См. BIS Annual Economic Report 2022.

²⁵ См. Asian Development Outlook (ADO) 2021: Financing a Green and Inclusive Recovery.

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). Ставки стали повышаться на фоне устойчивого восстановления спроса и более быстрого, чем в других странах, роста инфляции и инфляционных ожиданий. В странах Азии денежно-кредитная политика дольше оставалась стимулирующей²⁶.

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 предложения²⁷. 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 ставок²⁸.

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 не только резкий сдвиг прогнозных траекторий вверх, но и удлинение периода возвращения инфляции к цели.

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 быстрое 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 политике²⁹ и, как следствие, устойчивому росту и разъякориванию 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

²⁶ Восстановление экономики региона в том числе сдерживалось проводимой в Китае до конца 2022 года политикой нулевой терпимости к COVID-19.

²⁷ См. International Monetary Fund, World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures. 2021.

²⁸ 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. Среди развитых стран выделяется Япония, не прекращавшая проведения ультрамягкой денежно-кредитной политики в условиях хронически пониженной инфляции в эпоху «потерянных десятилетий». В 2021–2022 годах инфляция в Японии увеличивалась, но значительно сдержаннее, чем в других странах. Хотя прогнозы центрального банка Японии по инфляции на 2023–2024 годы продолжали увеличиваться, они по-прежнему предполагают некоторое отклонение инфляции вниз от цели на более длинном горизонте.

²⁹ См., например, выступление члена Комитета по денежно-кредитной политике Банка Англии Catherine L. Mann на Market News International Connect event. 2022.

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 сверху как в развитых странах, так и в СФР в II квартале 2022 года превысил два года (9–10 кварталов), что существенно больше стандартного горизонта влияния денежно-кредитной политики (4–6 кварталов).

Вместе с тем с середины 2022 года проинфляционное влияние части факторов, вызвавших всплеск инфляции в мире, стало ослабляться. В частности, снижались мировые цены на большинство сырьевых и продовольственных товаров. Нормализация структуры потребительского спроса к периоду до пандемии (уменьшение доли товаров в потреблении в пользу услуг) способствовала снижению ценового давления со стороны транспортных и логистических издержек³⁰. Кроме того, правительства ряда стран принимали бюджетные меры для ограничения роста цен на товары и услуги для домохозяйств, включая субсидии на электроэнергию³¹. В совокупности с реализованным ужесточением денежно-кредитной политики это привело к постепенному снижению годовой инфляции в большинстве стран мира с достигнутых в 2022 году многолетних максимумов³².

Тем не менее снижение общего показателя инфляции во многих странах происходило преимущественно за счет отдельных компонентов, в то время как темпы роста цен на широкий круг товаров и услуг сохранялись высокими³³. Это было связано с динамикой спроса, более устойчивой к произошедшим в 2022 году шокам. При этом особенно выражено во многих странах мира ускорялся рост цен на услуги, что, помимо вышеуказанной нормализации структуры потребительского спроса, отражает устойчивость, а не временность инфляционных тенденций³⁴.

Сохранение устойчивого ценового давления на повышенном уровне прежде всего отражает недостаточную и растянутую во времени реакцию денежно-кредитной политики. Несмотря на то что к началу 2023 года уровень ставок во многих странах достиг максимумов за несколько десятилетий, ожидаемый период возвращения инфляции к цели как в СФР, так и развитых странах практически не снижается с 2022 года и остается продолжительным. При этом ужесточение денежно-кредитной политики в 2023 году в целом замедлилось. В развитых странах на это во многом повлияло

³⁰ См. World Bank. Global Economic Prospects. June 2023.

³¹ Например, программа Energy Price Guarantee в Великобритании.

³² В странах Латинской Америки, раньше других перешедших к нормализации денежно-кредитной политики, снижение годовой инфляции началось уже в III квартале 2022 года. В Южной и Юго-Восточной Азии – в IV квартале 2022 года. В странах Центральной и Восточной Европы и Средней Азии инфляция продолжала расти до конца I квартала 2023 года.

³³ См., например, [динамику устойчивых показателей инфляции в США](https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2023/04/18/measures-of-trend-inflation) (https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2023/04/18/measures-of-trend-inflation).

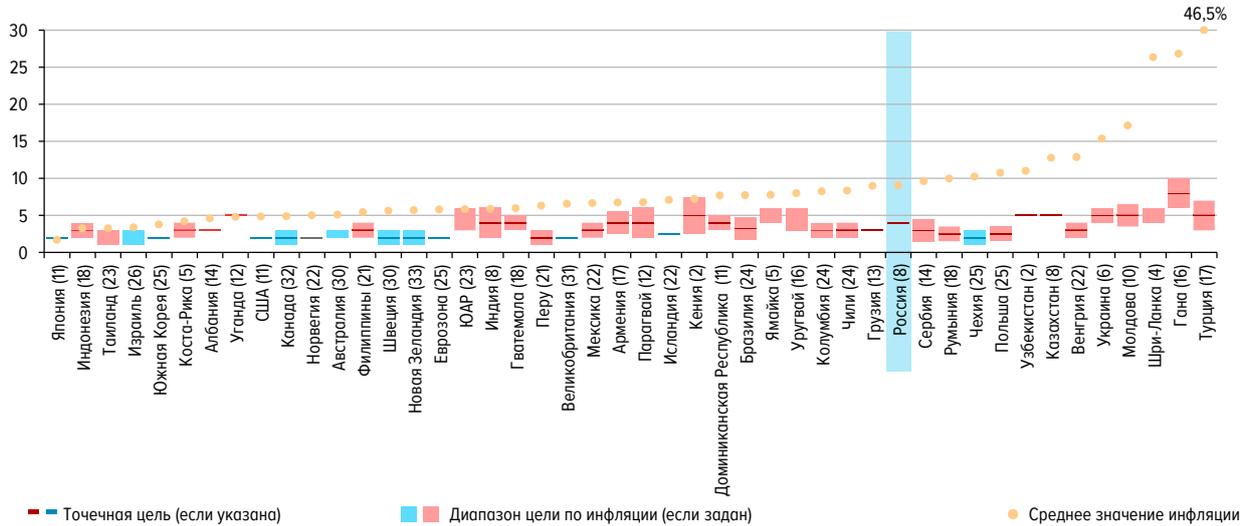
³⁴ См. Bank for International Settlements. Annual Economic Report. June 2023.

увеличение рисков для финансовой стабильности из-за ухудшения состояния банковского сектора³⁵.

Хотя в коммуникации центральных банков отмечается необходимость поддержания жестких денежно-кредитных условий длительное время для возвращения

ЦЕЛИ (%) И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ (% Г/Г) В 2021–2023 ГОДАХ

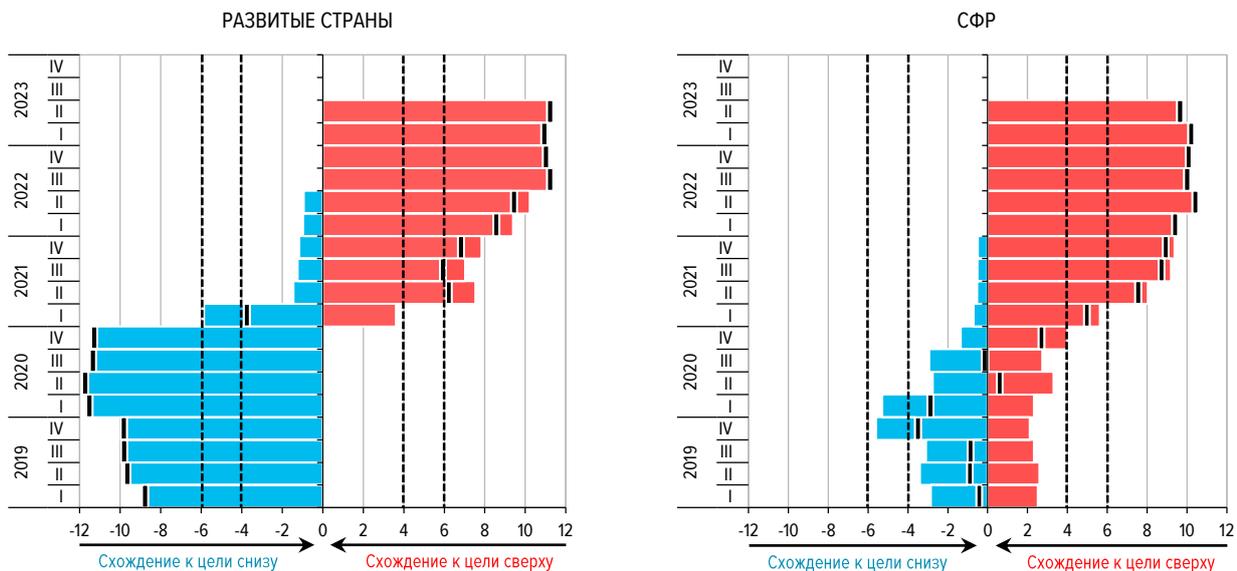
Рис. П-6-10



Примечание. Среднее значение рассчитано по данным с января 2021 года по август 2023 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.

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

Рис. П-6-11



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 (в текущих ценах в долларах США за соответствующий год) 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, Молдова, Уганда, Уругвай, Украина, Турция, Гана, Казахстан.
 Источники: отчеты по инфляции и доклады о денежно-кредитной политике центральных банков, МВФ, расчеты Банка России.

³⁵ См., например, выступление вице-президента Бундесбанка С. Buch. Financial stability and monetary policy: from low-for-long to the new normal. Keynote Konstanzer Seminar. 24.05.2023.

инфляции к целевым значениям³⁶, в сложившихся условиях сроки возвращения инфляции к целям центральных банков в мире остаются большими. Возможные риски для финансовой стабильности при стремительном повышении ключевых ставок после продолжительного периода низких ставок³⁷, а также сохраняющиеся риски стагфляции в мировой экономике³⁸ еще больше усложнили поиск оптимальной траектории денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к цели. Промедление с ужесточением денежно-кредитной политики в дальнейшем может обойтись еще дороже для общей макроэкономической стабильности, подорвав доверие к центральным банкам и спровоцировав устойчивый рост долгосрочных инфляционных ожиданий широкого круга экономических агентов³⁹, что тем самым увеличивает риски выхода из режима ценовой стабильности и перехода в режим высокой и волатильной инфляции⁴⁰.

³⁶ См., например, [выступление президента ЕЦБ К. Лагард 28.06.2023](http://www.bis.org/review/r230628d.htm) (<http://www.bis.org/review/r230628d.htm>).

³⁷ См. Gabriel Jiménez, Dmitry Kuvshinov, José-Luis Peydró and Björn Richter. Monetary Policy, Inflation, and Crises: New Evidence from History and Administrative Data. BSE Working Paper. December 2022.

³⁸ См. World Bank. Global Economic Prospects. June 2022.

³⁹ См. выступление председателя ФРС США Джерома Пауэлла в Jackson Hole 26 августа 2022 года, а также брифинг директора Департамента денежно-кредитной и экономической политики БМР Клаудио Борио 16 сентября 2022 года.

⁴⁰ См. Claudio Borio, Marco Jacopo Lombardi, James Yetman and Egon Zakrajšek. BIS Papers. No 133 | 20 March 2023. [The two-regime view of inflation](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.htm) (<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.htm>).

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ С РЕЖИМОМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ
(по состоянию на август 2023 года)

Табл. П-6-1

№	Страна	Дата перехода к режиму таргетирования инфляции	Тип цели	Уровень цели*	Ширина диапазона, п.п.	Средняя годовая инфляция с момента перехода к ИТ, %**	Среднеквадратическое отклонение инфляции от цели, п.п.***
Развитые страны							
Европа							
1	Евросоюз	-	Точка	2%		2,1	1,8
2	Великобритания	1992	Точка	2%		2,7	1,8
3	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,9	4,1
4	Норвегия	2001	Точка	2%		2,4	1,6
5	Чехия	1997	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,5	3,7
6	Швеция	1995	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		1,7	2,1
Азия							
7	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,5	1,4
8	Япония	2013	Точка	2%		1,0	1,7
Австралия и Океания							
9	Австралия	1993	Целевой диапазон	2–3%	1 п.п.	2,6	1,6
10	Новая Зеландия	1990	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,4	1,9
Северная Америка							
11	США	-	Точка	2%		2,2	1,7
12	Канада	1991	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,1	1,4
Ближний Восток							
13	Израиль	1997	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	2,1	2,2
Страны с развивающимися рынками							
Европа							
14	Албания	2009	Точка	3%		2,6	2,0
15	Венгрия	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,9	4,8
16	Молдова	2013	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 1,5 п.п.		8,4	8,7
17	Польша	1998	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		3,7	3,8
18	Россия	2014	Точка	4%		7,1	5,0
19	Румыния	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		4,7	4,1
20	Сербия	2009	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1,5 п.п.		5,4	4,7
21	Турция	2006	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2 п.п.		15,3	19,5
22	Украина	2017	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 1 п.п.		11,6	8,6
Латинская Америка и страны Карибского бассейна							
23	Бразилия	1999	Точка с диапазоном отклонений	2023: 3,25% ± 1,5 п.п.		6,4	3,5
				2024: 3,0% ± 1,5 п.п.			
24	Гватемала	2005	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		5,1	2,6
25	Доминиканская Республика	2012	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		4,0	2,6

№	Страна	Дата перехода к режиму таргетирования инфляции	Тип цели	Уровень цели*	Ширина диапазона, п.п.	Средняя годовая инфляция с момента перехода к ИТ, %**	Среднеквадратическое отклонение инфляции от цели, п.п.***
26	Колумбия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		5,3	2,7
27	Коста-Рика	2018	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		2,9	3,1
28	Мексика	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,6	1,9
29	Парагвай	2011	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 2 п.п.		4,4	2,4
30	Перу	2002	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1% п.п.		3,1	2,3
31	Уругвай	2007	Целевой диапазон	3–6%	3 п.п.	8,1	3,5
32	Чили	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,7	2,8
33	Ямайка	2018	Целевой диапазон	4–6%	2 п.п.	5,9	2,8
Азия							
34	Индия	2016	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 2 п.п.		5,4	2,2
35	Индонезия	2005	Точка с диапазоном отклонений	2023: 3% ± 1 п.п. 2024: 2,5% ± 1 п.п.		5,5	2,9
36	Таиланд	2000	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	1,2	1,8
37	Филиппины	2002	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,9	2,1
38	Шри-Ланка	2019	Целевой диапазон	4–6%	2 п.п.	16,9	23,6
Ближний Восток и Центральная Азия							
39	Армения	2006	Точка с диапазоном отклонений	4,0% ± 1,5 п.п.		4,2	3,4
40	Грузия	2009	Точка	3%		4,6	4,7
41	Казахстан	2015	Точка	5%		9,6	6,2
42	Узбекистан	2021	Точка	5%		11,0	6,1
Африка							
43	Гана	2007	Точка с диапазоном отклонений	8% ± 2 п.п.		15,0	11,2
44	Уганда	2011	Точка	5%		5,5	4,5
45	ЮАР	2000	Целевой диапазон	3–6%	3 п.п.	5,7	2,8
46	Республика Сейшелы****	2019	-	-		3,3	-
47	Кения	2021	Точка с диапазоном отклонений	5,0% ± 2,5 п.п.		7,2	2,6

* 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. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).

*** 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. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).

**** До 31 декабря 2020 года действовал диапазон цели 0–4%. С 1 января 2021 года количественная цель по инфляции отсутствует. При этом поддержание низкой и стабильной инфляции остается приоритетом для центрального банка.

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

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

В 2023 году Банк России продолжил работу по созданию цифрового рубля – новой, третьей формы российского рубля. Цифровой рубль будет сочетать свойства наличных денег и средств на счетах в банках. Цифровые рубли, как и наличные деньги, будут обязательством Банка России. Однако выпускать их Банк России будет в цифровой форме. В технологическом аспекте цифровой рубль в большей степени схож с безналичными средствами.

Введение цифрового рубля обеспечит ряд преимуществ для граждан, бизнеса и государства. Финансовые услуги станут доступнее, в том числе на отдаленных и малодоступных территориях, где есть дефицит банковских услуг из-за отсутствия как банковских подразделений, так и доступа к сети Интернет. Граждане и организации смогут осуществлять операции с цифровым рублем через мобильное приложение или интернет-банк любой кредитной организации, клиентом которой они являются, а в перспективе и при ограниченном доступе к сети Интернет. На базе цифрового рубля финансовые посредники смогут создавать инновационные сервисы, в том числе с использованием автоматических платежей и самоисполняемых сделок. Однако наиболее важно, что третья форма российского рубля позволит снизить стоимость платежей в экономике. Операции с цифровым рублем для граждан будут бесплатными, для бизнеса тариф за прием оплаты цифровыми рублями составит не более 0,3% от размера платежа, что в несколько раз ниже эквайринговых комиссий. В результате банки станут активнее конкурировать за средства клиентов, предлагая им более выгодные условия обслуживания и более привлекательные процентные ставки по депозитам.

С введением цифрового рубля 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 в рамках других своих функций, эмитировать наличные деньги, проводить государственные платежи.

Выпускать цифровой рубль и управлять платформой цифрового рубля (далее – Платформа) будет Банк России. Это значит, что средства на счетах цифрового рубля граждан и предприятий будут являться его обязательствами, как и выпущенные наличные деньги. Клиенты через банковское мобильное приложение банка смогут открыть счет цифрового рубля, провести платеж, узнать баланс своего счета. Таким образом, банки будут выступать в роли посредника между Банком России и владельцами счетов цифрового рубля на Платформе. По поручению клиентов банки будут переводить средства с банковских счетов на счета цифровых рублей. Кроме того, банки смогут предлагать своим клиентам дополнительные услуги с использованием цифровых рублей. Такая модель позволит задействовать 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 их формы. Соотношение между различными формами денег будет зависеть от ряда факторов, в том числе от удобства их использования, транзакционных издержек и уровня процентных ставок по банковским депозитам, определяющего привлекательность и конкурентные преимущества безналичных средств банков¹. 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 регулятор тестирует прототип Платформы. На Платформе реализованы сервисы переводов между физическими лицами (С2С), физическими и юридическими лицами (С2В, покупки по статическому QR-коду), шаблоны (смарт-контракты) для автоматического проведения платежей и переводов при выполнении заданных условий, наступлении заданных событий и достижении заданных параметров, в части разовых и регулярных переводов С2С. Возможность осуществлять расчеты цифровыми рублями в офлайн-режиме находится в стадии разработки. В мае 2023 года Платформа сдана в промышленную эксплуатацию.

С 1 августа 2023 года вступили в силу законы, связанные с внедрением цифрового рубля². Банк России начал пилотирование операций с реальными цифровыми рублями на ограниченном круге пользователей (13 кредитных организаций, 30 торговых точек, 11 городов России).

Использование цифрового рубля в бюджетном процессе позволит снизить издержки на администрирование бюджетных платежей. Банк России будет прорабатывать механизмы и параметры использования цифрового рубля для бюджетных платежей совместно с Минфином России и Федеральным казначейством. Банк России также будет сотрудничать с другими центральными банками, разрабатывающими собственные цифровые валюты, для осуществления трансграничных и валютно-обменных операций с цифровыми валютами центральных банков. Поэтапный процесс внедрения цифрового рубля позволит участникам рынка адаптироваться к новым условиям.

Влияние цифрового рубля на ликвидность банковского сектора и операционную процедуру денежно-кредитной политики

Спрос экономических агентов на цифровой рубль станет дополнительным фактором формирования ликвидности банковского сектора. Так, выпуск цифрового рубля будет происходить при его приобретении кредитными организациями за счет средств на их корреспондентских счетах. При этом средства будут списываться с корреспондентского счета кредитной организации и зачисляться на ее цифровой счет в форме цифрового рубля.

Однако банки не заинтересованы приобретать цифровые рубли, чтобы хранить их на своих цифровых счетах. Банки будут приобретать цифровые рубли для того,

¹ Грищенко В., Пономаренко А., Селезнев С. Возможные подходы к прогнозированию спроса российских домохозяйств на цифровой рубль. Серия докладов об экономических исследованиях. № 108. Февраль 2023 года; Грищенко В. Цифровой рубль: оценка спроса со стороны домохозяйств. *Sbonds Review*. № 2. 2022.

² Федеральные законы «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и «О внесении изменений в статьи 128 и 140 части первой, часть вторую и статьи 1128 и 1174 части третьей Гражданского кодекса Российской Федерации», определяющие основы правового регулирования операций с цифровыми рублями, приняты Государственной Думой, одобрены Советом Федерации и подписаны Президентом Российской Федерации.

чтобы впоследствии переводить их на цифровые счета своих клиентов – физических и юридических лиц.

Появление новой формы денег не будет сопровождаться повышением спроса на деньги со стороны экономики. Граждане и организации будут замещать цифровыми рублями наличные деньги и средства на банковских счетах. От того, за счет каких источников будет расти объем цифровых рублей в экономике, будет зависеть их влияние на банковский сектор.

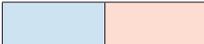
Так, если клиент планирует пополнить счет цифрового рубля на Платформе за счет наличных средств, то сначала он пополнит свой безналичный счет в банке, а затем переведет средства с этого безналичного счета на счет цифрового рубля. В результате увеличится остаток наличных средств в кассе кредитной организации и сократится объем цифровых рублей на ее счете цифрового рубля на Платформе. Одновременно вырастет остаток средств на счете цифрового рубля клиента, при этом общий объем выпущенных цифровых рублей не изменится.

Поскольку у банков нет стимула поддерживать в кассе слишком много наличных денег, можно ожидать, что банки будут инкассировать избыточные наличные средства в Банк России, получая средства на свои корреспондентские счета. При этом объем цифровых рублей на счете банка на Платформе может измениться только в результате их приобретения за счет средств на корреспондентском счете кредитной организации в Банке России. Таким образом, при замещении цифровым рублем наличных денег изменится лишь структура обязательств Банка России: вырастет доля цифровых рублей – однако балансы кредитных организаций останутся неизменными.

ПРИМЕР ИЗМЕНЕНИЯ СТАТЕЙ БАЛАНСА ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ КРЕДИТНОЙ ОРГАНИЗАЦИЕЙ
ЦИФРОВЫХ РУБЛЕЙ У БАНКА РОССИИ

Табл. П-7-1

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

 – изменение статей баланса при проведении операций с цифровым рублем

* Здесь и далее в таблицах Приложения 7 представлено результирующее влияние операций на балансы экономических агентов. Одним цветом обозначены одинаковые категории активов и пассивов.

Источник: Банк России.

К изменениям в балансах кредитных организаций приведет переток средств с банковских счетов клиентов на счета цифрового рубля на Платформе. В этом случае будет происходить отток ликвидности из банковского сектора. Банк России будет учитывать это при проведении своих операций по управлению ликвидностью, снижая объем абсорбирования ликвидности или наращивая ее предоставление. Это позволит поддержать ставки денежного рынка вблизи ключевой процентной ставки Банка России³.

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 сбоя или нарушений в функционировании банковского сектора. Это подтверждает опыт как Банка России (2012–2016 годов), так и значительного числа центральных банков. Банк России располагает широким набором инструментов по предоставлению ликвидности, что позволит поддержать устойчивость банковского сектора. Как показал опыт 2022 года, когда в кратчайшие сроки Банк России предоставил банкам рекордный объем средств, операционная процедура регулятора позволяет поддержать банки даже в условиях резкого перехода из состояния профицита ликвидности к ее дефициту и компенсировать в полном объеме отток ликвидности, в том числе в случае перетока средств с банковских счетов клиентов на счета цифрового рубля. По оценкам Банка России, риск формирования структурного дефици-

ПРИМЕР ИЗМЕНЕНИЯ СТАТЕЙ БАЛАНСА ПРИ ПОПОЛНЕНИИ КЛИЕНТОМ СЧЕТА ЦИФРОВОГО РУБЛЯ НА ПЛАТФОРМЕ ЗА СЧЕТ СРЕДСТВ НА БАНКОВСКОМ СЧЕТЕ КЛИЕНТА

Табл. П-7-2

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

 – изменение статей баланса при проведении операций с цифровым рублем

Источник: Банк России.

³ Проводя операции по предоставлению/абсорбированию ликвидности, Банк России регулирует совокупный объем корреспондентских счетов банков и таким образом управляет процентными ставками денежного рынка.

та ликвидности в результате введения цифрового рубля незначителен. Отток средств с банковских счетов не будет существенным в силу поэтапного пилотирования цифрового рубля и отсутствия начисления процентов на средства в цифровых рублях. Более того, Банк России ограничит объем пополнения счета цифрового рубля на Платформе за счет средств, размещенных на банковских счетах, суммой 300 тыс. рублей в месяц. Такой лимит облегчит адаптацию кредитных организаций к появлению новой формы денег.

В случае повышения потребности кредитных организаций в привлечении средств Банка России изменения операционной процедуры регулятора будут носить только количественный характер. В целях 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.

Влияние цифрового рубля на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Появление третьей формы российского рубля скажется на трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики. Это влияние, скорее 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.

В то же время Банк России, располагая действенной системой инструментов денежно-кредитной политики, не планирует задействовать цифровой рубль для повышения эффективности передачи сигнала денежно-кредитной политики в экономику. Отдельные центральные банки развитых стран рассматривают вопрос начисления процентов на средства на счете цифрового рубля. Эти центральные банки в течение длительного времени применяли нулевые или отрицательные процентные ставки и исчерпали потенциал стандартных инструментов денежно-кредитной политики. С введением процентов по цифровой валюте у них появится дополнительный инструмент регулирования процентных ставок в экономике и стимулирования рыночной активности. Банк России не будет использовать этот механизм и начислять проценты на остатки средств на счете цифрового рубля.

В долгосрочной перспективе распространение цифрового рубля создаст условия для повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Снижение транзакционных издержек при осуществлении платежей приведет к росту конкуренции между банками. В результате ставки по банковским депозитам и текущим счетам будут быстрее реагировать на изменение денежно-кредитных условий. Повышение скорости осуществления платежей и финансовых операций с цифровым рублем будет способствовать увеличению скорости передачи сигнала денежно-кредитной политики. Рост доступности безналичных платежей на отдаленных и малодоступных территориях приведет к распространению финансовых услуг среди более широкого круга участников экономики.

Влияние цифрового рубля на финансовую стабильность

Введение цифрового рубля и переток средств с банковских счетов клиентов на счета цифрового рубля на Платформе не формируют рисков для финансовой стабильности.

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.

Риски для финансовой стабильности, связанные с масштабным перетоком средств с банковских счетов в цифровые рубли в результате так называемого «бегства в качество», в настоящее время представляются незначительными. Российская банковская система пользуется доверием граждан и бизнеса, чему в том числе способствовали меры Банка России в области банковского регулирования и надзора. Наблюдавшиеся в последние годы внешние шоки не сопровождались устойчивым «бегством в качество», а происходившие эпизоды роста объема наличных денег в обращении (2020, 2022 годы) не были продиктованы снижением доверия населения и организаций к банкам. Действующая система страхования банковских вкладов обеспечивает их сохранность в установленной законодательством мере. В то же время наличие лимита на перевод безналичных средств на счет цифрового рубля ограничит для банковских клиентов возможность резко заместить остатки на банковских счетах цифровыми рублями. При этом Банк России не будет начислять проценты на средства на счете цифрового рубля и таким образом конкурировать с банковским сектором за средства вкладчиков. При сохранении положительных ставок по банковским счетам вкладчики будут заинтересованы в хранении средств в банках и получении процентного дохода.

По оценкам Банка России, введение цифрового рубля не приведет к оттоку средств со срочных банковских депозитов. Появление еще одного дешевого и удобного платежного инструмента станет дополнительным стимулом для банков повышать привлекательность текущих банковских счетов и предлагать клиентам более выгодные условия обслуживания. В целом распространение цифрового рубля создаст условия для повышения конкуренции в банковском секторе, более эффективного перераспределения финансовых ресурсов в экономике, распределения прибыли в банковском секторе в пользу кредитных организаций, предлагающих более выгодные условия по своим продуктам.

Создание дополнительной платежной инфраструктуры для цифрового рубля будет способствовать повышению устойчивости и надежности платежной системы, а также бесперебойности ее работы и денежных расчетов в целом. При этом более быстрая передача средств из одного банка в другой благодаря использованию цифрового рубля будет способствовать повышению конкуренции в банковском секторе и финансовой стабильности. По мере внедрения цифрового рубля Банк России будет отслеживать его влияние и на банковский, и на финансовый сектор в целом, и в случае появления рисков для финансовой стабильности задействует все необходимые меры.

Таким образом, 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. В то же время 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 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. РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В 2022 году российская экономика и финансовый рынок столкнулись с широким спектром вызовов в условиях беспрецедентного санкционного давления. Благодаря принятым антикризисным мерам, а также проведенной ранее системной работе по повышению устойчивости финансового сектора удалось оперативно стабилизировать ситуацию. В результате финансовый рынок не только показал свою устойчивость, обеспечивая экономику необходимыми ресурсами, но и продолжил развиваться.

Ключевые мероприятия, которые сохранили свою актуальность и были запланированы на 2022 год, продолжали реализовываться в намеченные сроки. Так, была создана система гарантирования прав участников негосударственных пенсионных фондов (НПФ) в системе негосударственного пенсионного обеспечения (НПО), запущена платформа Банка России «Знай своего клиента», проведено тестирование платформы цифрового рубля. Помимо этого, были смягчены требования по отнесению ценных бумаг к высокотехнологичному сектору экономики, НПФ получили возможность инвестировать пенсионные резервы в облигации с переменными выплатами в рамках отдельного лимита, а также предоставлять дополнительные услуги своим клиентам.

Наряду с принятием антикризисных мер, в 2022 году Банк России совместно с Правительством Российской Федерации проектировал задачи по дальнейшему развитию финансового рынка в новых реалиях, которые нашли отражение в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов и сейчас находятся в стадии активной реализации.

В частности, на основе разработанной Правительством Российской Федерации таксономии Банк России внедрил специальные меры по поддержке кредитования проектов технологического суверенитета и структурной адаптации экономики¹. Так, банкам с универсальной лицензией предоставлена возможность снизить нагрузку на капитал по целевым кредитам на реализацию таких проектов. Стимулы будут способствовать обеспечению приоритетного финансирования наиболее значимых для экономики страны инвестиционных проектов и в целом расширению потенциала банковского кредитования. Это создаст дополнительный импульс для развития приоритетных направлений российской промышленности и поможет переориентировать внешнеэкономическую деятельность на новые рынки. В перспективе планируется также стимулировать участие некредитных финансовых организаций (НФО) в финансировании проектов технологического суверенитета и структурной адаптации экономики.

¹ Постановление Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603 «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации и Положения об условиях отнесения проектов к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации, о представлении сведений о проектах технологического суверенитета и проектах структурной адаптации экономики Российской Федерации и ведении реестра указанных проектов, а также о требованиях к организациям, уполномоченным представлять заключения о соответствии проектов требованиям к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации».

Банк России совместно с Правительством Российской Федерации способствует развитию финансового рынка, проводя работу по следующим направлениям.

1. Создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики

Структурная трансформация требует значительного объема долгосрочных ресурсов. Для обеспечения экономики сбалансированным набором источников финансирования необходимо повышение роли рынка капитала и небанковских финансовых посредников, активное присутствие на рынке различных групп инвесторов и эмитентов, развитие инструментов для долгосрочных сбережений и инвестиций, а также укрепление доверия на финансовом рынке.

Для роста вовлеченности частных инвесторов ведется работа по расширению линейки инструментов долгосрочных сбережений и инвестиций (трансформация индивидуальных инвестиционных счетов, запуск программы долгосрочных сбережений, развитие института долевого страхования жизни), а также по фокусированию механизмов государственной поддержки на таких инструментах (расширение системы гарантирования, предоставление налоговых стимулов).

Отдельным направлением работы выступает повышение привлекательности российского рынка для инвесторов из дружественных стран. Для этого обеспечена возможность проведения удаленной идентификации для иностранных инвесторов, а также их допуск к организованным торгам. В дальнейшем планируется установить порядок открытия филиалов иностранных банков из дружественных стран. Проведение эксперимента по партнерскому финансированию может обеспечить расширение возможностей для привлечения инвестиций из стран, в которых развито партнерское (исламское) финансирование.

Немалую роль в развитии рынка капитала может сыграть консалтинговая инфраструктура на площадках тех или иных участников рынка и их объединений. Большинство эмитентов, особенно среди размещающих дебютные выпуски, не имеют в своей структуре подразделений, которые могут полностью подготовить сделку, а привлечение сторонних консультантов (организаторов, андеррайтеров, аудиторов) сопряжено со значительными издержками. Кроме того, Банк России совместно с Правительством Российской Федерации обсуждает меры поддержки для эмитентов – технологических компаний. Помимо этого, планируется развивать и другие формы привлечения финансирования, которые компании могут применять на более ранних этапах своего существования.

В части расширения возможностей по участию банков в финансировании трансформации экономики Банк России считает приоритетным вопрос повышения срочности банковских вкладов. В связи с этим Банк России будет рассматривать вопрос развития института долгосрочных вкладов, а также создавать регуляторные стимулы за счет модернизации национальных нормативов ликвидности и дифференциации ставок страховых взносов в ФОСВ в зависимости от срока и вида привлекаемых вкладов. Для решения вопроса диверсификации кредитного риска Банк России будет содействовать развитию рынка неипотечной секьюритизации. Также рассматривается вопрос распространения на банки с базовой лицензией действия программы стимулирующего регулирования для участия в финансировании проектов технологического суверенитета и адаптации экономики.

Продолжается работа по переходу на кредитный рейтинг в качестве основного критерия отбора банков для размещения в них публичных средств и средств иных социально значимых субъектов. Правительство Российской Федерации сможет устанавливать разные уровни рейтингов для разных ситуаций в зависимости от приемлемого уровня рисков. Реализация данного подхода может расширить круг банков, имеющих право привлекать указанные средства, и повысить потенциал трансляции временно свободных средств в экономику.

Для эффективной работы финансового рынка важно восстановление и укрепление доверия всех его участников. Этому будет способствовать поэтапный возврат к раскрытию информации, которая необходима для принятия инвестиционных решений, а также развитие института аудита, способствующее улучшению качества (достоверности) доступной информации. Отдельным направлением работы является создание национальной системы финансовых и товарных индикаторов, являющейся источником качественной и надежной ценовой информации для участников рынка. Для формирования доверительной среды принципиально важным остается развитие практик корпоративного управления – это в том числе и защита миноритарных инвесторов, и обеспечение предсказуемости дивидендных выплат.

2. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса

Обеспечение защиты потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение их финансовой и инвестиционной грамотности – важнейшие направления деятельности Банка России. На ближайшем горизонте важной остается задача по повышению защищенности потребителей инвестиционных продуктов, в том числе с учетом активного развития технологий и дистанционных каналов обслуживания. Кроме того, в условиях перенасыщенности информацией в повседневной жизни, в том числе носящей характер инвестиционных советов, важно научить начинающих инвесторов ориентироваться в информационной среде и использовать достоверные источники данных.

Банк России ведет работу над комплексом мер, направленных на защиту розничных инвесторов и совершенствование подходов к их допуску на рынок капитала в части процедур тестирования, признания лиц квалифицированными инвесторами, перечня доступных только квалифицированным инвесторам инструментов и ряда других.

Отдельным приоритетом для Банка России является повышение уровня доступности, качества и расширение ассортимента финансовых услуг для граждан и бизнеса, а в особенности для групп потребителей, требующих особого внимания: жителей отдаленных, малонаселенных и труднодоступных территорий; людей с инвалидностью, пожилых и других маломобильных групп населения; граждан с невысоким уровнем доходов; субъектов МСП.

В рамках обеспечения комплексной защиты прав потребителей финансовых услуг одной из задач является обеспечение формирования у граждан Российской Федерации ключевых элементов финансовой культуры (ценностей, установок и поведенческих практик), способствующих финансовому благополучию человека, семьи и общества, в том числе через формирование компетенций по финансовой грамотности, развитие финансового рынка и общественных институтов, а также воздействие на ценности человека с помощью продукции креативных индустрий.

Принят разработанный при активном участии Банка России федеральный закон², предусматривающий возможность для граждан осуществлять бесплатные онлайн-переводы денежных средств между своими счетами, открытыми в разных банках, в пределах 30 млн рублей в месяц. Кроме того, банки теперь будут обязаны бесплатно информировать клиента о том, что его вклад заканчивается, не позднее чем за пять дней до истечения срока. Закон направлен на повышение уровня защищенности вкладчиков – физических лиц, а также развитие конкуренции и улучшение качества банковских продуктов.

3. Содействие цифровизации

Содействие цифровизации финансового рынка остается одним из стратегических приоритетов Банка России. Продолжается дальнейшая реализация цифровых инфраструктурных проектов, а также создание правовых условий, способствующих внедрению инноваций на финансовом рынке.

Банк России продолжит развивать технологии обмена данными на рынке, что расширит потенциал предоставления финансовых услуг удаленно, в цифровом виде. Важным шагом станет внедрение регулирования Открытых API на финансовом рынке при реализации модели Открытых финансов. Одновременно планируется разработка спецификаций для нефинансового рынка по модели Открытых данных с рекомендательным характером использования. Продолжится работа по развитию Цифрового профиля, Единой биометрической системы, что будет способствовать снижению затрат участников финансового рынка.

Для развития инновационных инструментов на финансовом рынке ведется работа над совершенствованием регулирования цифровых прав. В частности, будут гармонизированы подходы к налогообложению цифровых прав и традиционных финансовых инструментов. Кроме того, планируется создать условия для обращения этих инструментов в традиционной финансовой инфраструктуре, что может существенно расширить потенциал их использования.

Для увеличения возможностей тестирования инноваций будут развиваться правовые условия для использования экспериментальных правовых режимов на финансовом рынке.

4. Развитие платежной инфраструктуры финансового рынка

Обеспечение независимости российской экономики с точки зрения функционирования финансового рынка касается прежде всего развития необходимой независимой инфраструктуры платежей и расчетов. В рамках Национальной системы платежных карт и платежной системы «Мир» продолжится дальнейшее развитие продуктов и сервисов на базе инновационных цифровых решений. Запланирована работа по развитию функционала и увеличению числа участников Системы передачи финансовых сообщений, а также расширению функционала Системы быстрых платежей.

Важнейшей новацией в сфере денежного обращения, платежей и расчетов станет планируемое внедрение цифрового рубля (см. Приложение 7 [«Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику»](#)).

² Федеральный закон от 04.08.2023 № 482-ФЗ «О внесении изменений в статьи 29 и 36 Федерального закона «О банках и банковской деятельности».

5. Выстраивание системы внешнеторговых платежей и расчетов

В условиях внешнеполитического давления со стороны стран, совершающих недружественные действия, каналы межбанковских расчетов в валютах недружественных стран, традиционно используемые участниками внешнеэкономической деятельности, потеряли надежность или стали недоступны.

Для построения новых каналов международных расчетов Банк России работает над развитием корреспондентских отношений между кредитными организациями с фокусом на расчеты в национальных валютах, а также над расширением каналов передачи финансовой информации, отличных от SWIFT. Создаются правовые условия для допуска филиалов иностранных банков на российский финансовый рынок.

6. Обеспечение финансовой стабильности

Приоритетом для Банка России является сохранение финансовой стабильности, доверия вкладчиков и инвесторов к российской финансовой системе.

Среди ключевых задач – минимизация валютных рисков за счет равномерного сокращения использования «токсичных» валют, стратегическая переориентация российской инфраструктуры на рынки дружественных стран, своевременный выход из регуляторных послаблений и переход к накоплению буферов капитала.

Более подробно планы в части развития финансового рынка Банк России представит в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Их проект будет представлен осенью 2023 года.

ПРИЛОЖЕНИЕ 9. ДЕНЕЖНАЯ ПРОГРАММА

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание инфляции вблизи 4%, а операционной целью – поддержание однодневных ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки. Данная стратегия не предполагает установления и достижения количественных ориентиров по каким-либо иным экономическим показателям, включая денежно-кредитные. Показатели денежной программы рассчитываются Банком России в дополнение к прогнозу ликвидности банковского сектора и включаются в круг прогнозных показателей, учитываемых при разработке и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

Графа 1 «Денежная база (узкое определение)»

Изменению денежной базы в 2023–2026 годах будет способствовать динамика объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает постепенное снижение доли наличных денег в общем объеме денежной массы в национальном определении, в том числе за счет дальнейшего расширения практики использования безналичных расчетов.

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

	2022 (факт)	Базовый			
		2023	2024	2025	2026
1. Денежная база (узкое определение)	16,5	19,2	20,4	21,2	21,8
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	16,3	19,0	20,0	20,7	21,3
1.2. Обязательные резервы**	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4
2. Чистые международные резервы	39,6	38,9	39,9	40,3	40,2
– в млрд долл. США***	563	552	567	573	571
3. Чистые внутренние активы	-23,1	-19,6	-19,5	-19,2	-18,4
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-4,6	-2,5	-2,6	-3,2	-3,1
3.2. Чистый кредит банкам	-5,4	-4,2	-4,7	-4,4	-4,1
3.2.1. Валовой кредит банкам	2,5	1,5	0,5	0,7	1,4
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	2,1	1,2	0,2	0,4	1,0
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-3,0	-4,3	-4,5	-4,9	-5,3
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-5,0	-1,5	-0,8	-0,2	-0,2
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-13,0	-12,9	-12,2	-11,6	-11,2

* Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на конец 2022 года, равному 70,3 рубля за доллар США, и по фиксированным кросс-курсам доллара США к иностранным валютам на конец 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 сокращение 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 иностранной валюты за рубли.

**** Включают требования по операциям рефинансирования в рублях, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли.

***** Включают операции с использованием денежных средств ГК АСВ 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.

Рост величины обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, связан с реализованными Банком России в 2023 году этапами повышения нормативов обязательных резервов, а в 2024 году – с ежегодным перерасчетом по обязательным резервам. Общая величина обязательных резервов перераспределится в соответствии со следующими коэффициентами: 0,9 подлежит усреднению банками на корреспондентских счетах в Банке России, а 0,1 зачисляется на специальные счета по учету обязательных резервов. Кроме того, некоторый рост данного показателя в рассматриваемом периоде обусловлен общим увеличением широкой денежной массы. 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 проведение регулярных операций по покупке (продаже) иностранной валюты в рамках бюджетного правила и операции в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России.

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 течение рассматриваемого периода 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 усреднения обязательных резервов кредитными организациями. Прогноз учитывает реализованные Банком России в 2023 году этапы повышения нормативов обязательных резервов и рост данного показателя в рассматриваемом периоде за счет общего увеличения широкой денежной массы.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» в условиях профицита ликвидности является балансирующей в денежной программе. В условиях дефицита ликвидности балансирующей становится графа 3.2.1.1 «Требования по операциям рефинансирования». В результате изменений других статей денежной программы объем депозитов, в том числе постоянного действия, снизится к концу 2026 года до 0,2 трлн рублей, а требования по операциям рефинансирования – до 1,0 трлн рублей.

Графа 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы»

Изменения по графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы» 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.

КАЛЕНДАРИ И ТАБЛИЦЫ

КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2024 ГОДУ

 16 февраля 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
27 февраля 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
22 марта 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
 26 апреля 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
8 мая 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
7 июня 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
 26 июля 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
5 августа 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
13 сентября 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
 25 октября 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
2 ноября 2024 года	Доклад о денежно-кредитной политике
20 декабря 2024 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России

ГРАФИК АУКЦИОНОВ БАНКА РОССИИ В 2024 ГОДУ

Аукционы репо и депозитные аукционы на срок 1 неделя

В ситуации структурного профицита ликвидности Банк России планирует проводить аукционы на срок 1 неделя в форме депозитных аукционов. В случае проведения аукциона репо на срок 1 неделя вместо депозитного аукциона соответствующая информация будет опубликована на сайте Банка России в рабочий день, предшествующий его проведению.

ДЕПОЗИТНЫЕ АУКЦИОНЫ НА СРОК 1 НЕДЕЛЯ

Дата проведения аукциона	Дата размещения средств кредитными организациями	Дата возврата средств и уплаты процентов Банком России
09.01.2024	10.01.2024	17.01.2024
16.01.2024	17.01.2024	24.01.2024
23.01.2024	24.01.2024	31.01.2024
30.01.2024	31.01.2024	07.02.2024
06.02.2024	07.02.2024	14.02.2024
13.02.2024	14.02.2024	21.02.2024
20.02.2024	21.02.2024	28.02.2024
27.02.2024	28.02.2024	06.03.2024
05.03.2024	06.03.2024	13.03.2024
12.03.2024	13.03.2024	20.03.2024
19.03.2024	20.03.2024	27.03.2024
26.03.2024	27.03.2024	03.04.2024
02.04.2024	03.04.2024	10.04.2024
09.04.2024	10.04.2024	17.04.2024
16.04.2024	17.04.2024	24.04.2024
23.04.2024	24.04.2024	02.05.2024
02.05.2024	02.05.2024	08.05.2024
07.05.2024	08.05.2024	15.05.2024
14.05.2024	15.05.2024	22.05.2024
21.05.2024	22.05.2024	29.05.2024
28.05.2024	29.05.2024	05.06.2024
04.06.2024	05.06.2024	13.06.2024
11.06.2024	13.06.2024	19.06.2024
18.06.2024	19.06.2024	26.06.2024
25.06.2024	26.06.2024	03.07.2024
02.07.2024	03.07.2024	10.07.2024

Дата проведения аукциона	Дата размещения средств кредитными организациями	Дата возврата средств и уплаты процентов Банком России
09.07.2024	10.07.2024	17.07.2024
16.07.2024	17.07.2024	24.07.2024
23.07.2024	24.07.2024	31.07.2024
30.07.2024	31.07.2024	07.08.2024
06.08.2024	07.08.2024	14.08.2024
13.08.2024	14.08.2024	21.08.2024
20.08.2024	21.08.2024	28.08.2024
27.08.2024	28.08.2024	04.09.2024
03.09.2024	04.09.2024	11.09.2024
10.09.2024	11.09.2024	18.09.2024
17.09.2024	18.09.2024	25.09.2024
24.09.2024	25.09.2024	02.10.2024
01.10.2024	02.10.2024	09.10.2024
08.10.2024	09.10.2024	16.10.2024
15.10.2024	16.10.2024	23.10.2024
22.10.2024	23.10.2024	30.10.2024
29.10.2024	30.10.2024	06.11.2024
05.11.2024	06.11.2024	13.11.2024
12.11.2024	13.11.2024	20.11.2024
19.11.2024	20.11.2024	27.11.2024
26.11.2024	27.11.2024	04.12.2024
03.12.2024	04.12.2024	11.12.2024
10.12.2024	11.12.2024	18.12.2024
17.12.2024	18.12.2024	25.12.2024

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2024 ГОДУ

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
17.01.2024 – 13.02.2024	28	декабрь 2023 года	24.01.2024 – 26.01.2024
14.02.2024 – 12.03.2024	28	январь 2024 года	16.02.2024 – 20.02.2024
13.03.2024 – 09.04.2024	28	февраль 2024 года	19.03.2024 – 21.03.2024 (с перерасчетом)
10.04.2024 – 07.05.2024	28	март 2024 года	16.04.2024 – 18.04.2024
08.05.2024 – 04.06.2024	28	апрель 2024 года	21.05.2024 – 23.05.2024
05.06.2024 – 09.07.2024	35	май 2024 года	19.06.2024 – 21.06.2024
10.07.2024 – 13.08.2024	35	июнь 2024 года	16.07.2024 – 18.07.2024
14.08.2024 – 10.09.2024	28	июль 2024 года	16.08.2024 – 20.08.2024
11.09.2024 – 08.10.2024	28	август 2024 года	17.09.2024 – 19.09.2024
09.10.2024 – 12.11.2024	35	сентябрь 2024 года	16.10.2024 – 18.10.2024
13.11.2024 – 10.12.2024	28	октябрь 2024 года	18.11.2024 – 20.11.2024
11.12.2024 – 14.01.2025	35	ноябрь 2024 года	17.12.2024 – 19.12.2024

Период регулирования размера обязательных резервов с перерасчетом в 2024 году

Период регулирования размера обязательных резервов, в течение которого в 2024 году производится ежегодный перерасчет по обязательным резервам, депонированным на счете по учету обязательных резервов, – с 19 по 21 марта 2024 года.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2004–2022 ГОДАХ
(темп прироста, % г/г, если не указано иное)

Табл. 1

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Внутренние условия											
Инфляция, на конец года											
ИПЦ, все товары и услуги	11,4	7,3	11,4	12,9	5,4	2,5	4,3	3,0	4,9	8,4	11,9
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	10,4	6,8	11,2	13,3	6,1	2,1	4,0	3,2	4,6	8,6	13,5
– продовольственные товары	12,5	7,5	15,4	14,0	4,6	1,1	4,7	2,6	6,7	10,6	10,3
из них: плодоовощная продукция	11,4	5,5	22,0	17,4	-6,8	1,2	4,9	-2,1	17,4	14,0	-2,0
продовольственные товары без плодоовощной продукции	12,6	7,6	14,7	13,6	6,0	1,0	4,6	3,1	5,4	10,2	12,0
– непродовольственные товары	6,9	6,2	8,1	13,7	6,5	2,8	4,1	3,0	4,8	8,6	12,7
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	6,5	6,0	8,0	14,5	6,8	2,3	3,3	3,1	5,1	8,5	14,5
– услуги	16,4	8,7	10,5	10,2	4,9	4,4	3,9	3,8	2,7	5,0	13,2
из них: услуги без ЖКУ	13,7	6,8	10,9	10,2	4,7	4,2	4,1	3,4	2,2	5,6	14,7
Базовая инфляция	10,2	6,6	11,2	13,7	6,0	2,1	3,7	3,1	4,2	8,9	14,3
ВВП											
ВВП	7,1	1,3	0,7	-2,0	0,2	1,8	2,8	2,2	-2,7	5,6	-2,1
Расходы на конечное потребление	9,5	2,6	0,9	-8,0	-1,5	3,4	3,5	3,4	-3,9	8,0	-0,3
– домашние хозяйства	12,4	3,7	2,1	-9,5	-2,6	3,7	4,3	3,8	-5,9	10,0	-1,4
– государственное управление	2,4	-0,1	-2,5	-3,6	1,4	2,5	1,3	2,4	1,9	2,9	2,8
Валовое накопление	15,1	-0,1	-6,4	-11,7	-0,6	6,4	-1,6	2,3	-4,3	14,1	-4,9
– основной капитал	14,5	1,2	-2,1	-10,6	1,3	4,7	0,6	1,0	-4,0	9,1	3,3
Экспорт	6,5	1,5	0,5	3,7	3,2	5,0	5,6	0,7	-4,2	3,3	-13,9
Импорт	20,6	3,4	-7,3	-25,0	-3,7	17,3	2,7	3,1	-11,9	19,1	-15,0
Потребительская активность											
Оборот розничной торговли	14,0	3,7	2,7	-10,0	-4,8	1,3	2,8	1,9	-3,2	7,8	-6,5
– продовольственные товары	11,4	2,6	0,0	-9,0	-5,2	1,1	2,1	1,8	-1,6	2,7	-1,7
– непродовольственные товары	16,3	4,8	5,1	-10,9	-4,5	1,5	3,5	2,0	-4,6	12,7	-10,6
Оборот общественного питания	13,2	1,5	1,7	-5,0	-2,9	3,2	14,9	4,9	-22,4	26,8	7,6
Объем платных услуг	7,1	1,2	1,3	-2,0	-0,3	0,2	3,2	1,7	-14,6	17,2	5,0
Рынок труда											
Уровень безработицы, %, в среднем за год	6,8	6,6	5,2	5,6	5,5	5,2	4,8	4,6	5,8	4,8	3,9
Реальная заработная плата, %, г/г, в среднем за год	13,0	3,5	1,2	-9,0	0,8	2,9	8,5	4,8	3,8	4,5	0,3
Номинальная заработная плата, %, г/г, в среднем за год	25,8	11,5	9,1	5,1	7,9	6,7	11,6	9,5	7,3	11,5	14,1
Денежно-кредитные показатели, на конец года											
Денежная масса в национальном определении (M2)	33,5	19,5	0,7	11,3	9,2	10,5	11,0	9,7	13,5	13,0	24,4
Широкая денежная масса (M2X) ¹	33,1	17,7	3,4	11,8	4,0	8,6	7,9	7,6	12,6	11,1	14,0
Требования к экономике ¹	43,3	15,6	19,9	3,0	3,5	9,1	8,7	10,1	10,9	13,9	12,0
– в том числе к населению ¹	72,8	21,0	12,9	-6,4	1,4	12,1	21,8	19,0	12,9	22,0	9,4
– к организациям ¹	38,4	14,0	22,8	6,3	4,0	8,3	4,8	7,1	10,2	10,7	13,2

¹ При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2021–2023 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ
(темп прироста, % г/г)

Табл. 2

Показатели	2021				2022				2023				
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	Июнь	Июль	Август
Внутренние условия													
Инфляция													
ИПЦ, все товары и услуги	5,8	6,5	7,4	8,4	16,7	15,9	13,7	11,9	3,5	3,3	3,3	4,3	5,2
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	5,8	6,6	7,5	8,6	17,7	18,2	16,2	13,5	3,7	2,6	2,6	3,3	3,8
– продовольственные товары	7,6	7,9	9,2	10,6	18,0	18,0	14,2	10,3	2,6	0,2	0,2	2,2	3,6
из них: плодоовощная продукция	11,9	11,2	15,2	14,0	34,8	11,6	-3,9	-2,0	-9,4	-1,9	-1,9	12,9	20,4
продовольственные товары без плодоовощной продукции	7,0	7,4	8,6	10,2	15,7	19,0	16,5	12,0	4,4	0,4	0,4	0,9	1,7
– непродовольственные товары	5,9	7,0	8,1	8,6	20,3	17,9	14,9	12,7	0,1	1,0	1,0	2,4	3,6
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	6,0	7,2	8,2	8,5	22,4	19,9	16,8	14,5	0,1	0,6	0,6	1,9	2,9
– услуги	3,2	4,0	4,2	5,0	9,9	10,2	11,0	13,2	9,7	11,0	11,0	10,0	9,5
из них: услуги без ЖКУ	3,1	4,2	4,5	5,6	12,9	13,4	14,5	14,7	9,2	10,9	10,9	10,9	10,0
Базовая инфляция	5,4	6,6	7,6	8,9	18,7	19,2	17,1	14,3	3,7	2,4	2,4	3,2	4,0
ВВП													
ВВП	0,5	11,2	5,0	5,8	3,0	-4,5	-3,5	-2,7	-1,8	4,9	-	-	-
Расходы на конечное потребление	-1,1	20,7	7,8	6,4	4,6	-2,6	-2,3	-0,7	3,5	-	-	-	-
– домашние хозяйства	-2,6	28,7	9,8	7,8	5,8	-4,4	-3,9	-2,4	-0,1	-	-	-	-
– государственное управление	2,6	4,1	2,6	2,4	1,9	2,3	2,4	4,7	13,5	-	-	-	-
Валовое накопление	16,0	19,3	8,4	14,5	-7,6	-18,7	5,6	-2,4	11,4	-	-	-	-
– основной капитал	6,3	14,7	11,3	5,9	7,4	2,7	1,8	3,0	0,6	-	-	-	-
Экспорт	-0,9	-1,4	8,5	6,8	3,6	-15,8	-26,6	-14,6	-	-	-	-	-
Импорт	2,0	34,9	21,6	19,8	1,4	-27,6	-20,5	-11,2	-	-	-	-	-
Потребительская активность													
Оборот розничной торговли	-0,8	24,3	5,9	4,7	4,8	-9,6	-9,8	-9,6	-6,9	9,0	10,0	10,5	-
– продовольственные товары	-2,8	8,0	3,0	2,8	3,3	-2,2	-3,1	-3,9	-3,2	4,5	5,0	3,8	-
– непродовольственные товары	1,3	43,3	8,5	6,4	6,1	-15,9	-15,3	-14,5	-10,0	13,8	15,1	17,2	-
Оборот общественного питания	-1,6	108,2	23,9	16,0	12,7	2,1	5,3	10,6	12,2	17,0	12,2	11,0	-
Объем платных услуг	-2,9	53,9	17,1	13,0	11,5	3,3	3,9	3,0	2,8	5,0	5,0	4,7	-
Рынок труда													
Уровень безработицы (SA)	5,5	5,0	4,5	4,3	4,2	4,0	3,9	3,7	3,5	3,2	3,1	3,0	-
Реальная заработная плата	1,6	5,5	2,0	2,8	3,1	-5,4	-1,9	0,5	1,9	11,4	10,5	-	-
Номинальная заработная плата	7,2	11,8	9,0	11,3	15,0	10,6	12,2	12,7	10,7	14,4	14,1	-	-
Денежно-кредитные показатели													
Денежная масса в национальном определении (M2)	11,3	9,5	8,2	13,0	17,1	16,8	23,9	24,4	24,4	25,4	25,4	24,7	23,9 ¹
Широкая денежная масса (M2X) ²	11,0	9,9	10,2	11,1	11,0	12,5	14,3	14,0	15,9	16,6	16,6	15,9	16,0 ¹
Требования к экономике ²	10,2	13,1	14,3	13,9	15,7	11,5	10,7	12,0	10,9	16,2	16,2	18,2	-
– в том числе к населению ²	13,5	20,4	20,7	22,0	20,2	12,2	10,2	9,4	10,0	17,2	17,2	18,2	-
– к организациям ²	8,9	10,3	11,9	10,7	14,0	11,1	10,9	13,2	11,3	15,8	15,8	18,3	-

¹ Предварительная оценка.² При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

Источники: Росстат, Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2004–2022 ГОДАХ
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 3

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Счет текущих операций (СТО)	82,3	64,0	57,5	67,8	24,5	32,2	115,7	65,7	35,4	122,1	236,1
Торговый баланс	127,0	165,9	188,9	148,4	90,2	114,6	195,1	165,8	93,4	190,3	314,1
Экспорт	305,6	450,9	496,8	341,4	281,7	352,9	443,9	419,7	333,5	494,3	590,8
Импорт	178,6	285,0	307,9	193,0	191,5	238,4	248,9	253,9	240,1	304,0	276,7
Баланс услуг	-14,1	-36,4	-55,3	-37,2	-24,0	-31,3	-30,1	-36,5	-16,8	-20,4	-22,6
Экспорт	37,7	57,1	65,7	51,6	50,6	57,5	64,6	62,0	48,0	55,6	48,5
Импорт	51,8	93,5	121,0	88,8	74,6	88,9	94,7	98,5	64,7	75,9	71,1
Баланс первичных и вторичных доходов	-30,6	-65,5	-76,1	-43,5	-41,8	-51,1	-49,3	-63,7	-41,3	-47,8	-55,5
Счет операций с капиталом	-4,8	-3,6	-42,0	-0,3	-0,8	-0,2	-1,1	-0,3	-0,1	0,1	-4,6
Сальдо СТО и счета операций с капиталом	77,5	60,4	15,5	67,5	23,7	32,0	114,6	65,4	35,3	122,2	231,5
Сальдо финансового счета, кроме резервов	10,3	39,5	131,0	68,6	10,1	11,9	78,5	-3,1	52,8	59,0	237,5
Чистое принятие обязательств	96,0	67,2	-49,7	-72,2	-5,4	2,9	-36,5	28,7	-39,5	37,7	-131,4
Чистое приобретение финансовых активов	106,3	106,7	81,3	-3,5	4,7	14,9	42,0	25,7	13,3	96,7	106,1
Чистые ошибки и пропуски	-2,4	-8,7	7,9	2,9	-5,4	2,6	2,1	-2,0	3,8	0,3	-1,2
Изменение резервов	64,8	12,1	-107,5	1,7	8,2	22,6	38,2	66,5	-13,8	63,5	-7,3
Экспорт товаров и услуг, % г/г	29,0	5,5	-5,0	-30,1	-15,4	23,5	23,9	-5,3	-20,8	44,1	16,3
Импорт товаров и услуг, % г/г	29,5	7,8	-8,7	-34,3	-5,6	23,0	5,0	2,6	-13,5	24,6	-8,5
Справочно:											
Цена на нефть марки Urals, долл. США за баррель, в среднем за год	61,9	93,4	97,6	50,9	41,6	53,0	69,8	63,8	41,6	69,0	76,1
Номинальный курс, руб./долл. США, в среднем за год	26,9	30,9	38,0	60,7	66,9	58,3	62,5	64,7	71,9	73,6	67,5

Источник: Банк России.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2004–2022 ГОДАХ

Табл. 4

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ВВП, % г/г, среднее за период											
США	2,5	1,2	2,3	2,7	1,7	2,2	2,9	2,3	-2,8	5,9	2,1
Еврозона	2,1	-0,4	1,4	2,0	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,1	5,4	3,5
Китай	11,6	9,1	7,4	7,0	6,9	6,9	6,8	6,0	2,2	8,5	3,0
Инфляция, %, г/г, на конец года											
США (Headline CPI)	2,8	2,0	0,5	0,7	2,2	2,2	1,9	2,1	1,6	7,4	6,6
Еврозона (Headline HICP)	2,2	1,8	-0,2	0,3	1,1	1,3	1,5	1,3	-0,3	5,0	9,2
Китай (Headline CPI)	3,0	3,1	1,6	1,7	2,1	1,7	1,8	4,5	0,2	1,4	1,8
Дефицит бюджета, % ВВП, среднее за период											
США	3,8	9,3	4,0	3,5	4,4	4,8	5,3	5,7	14,0	13,6	5,7
Еврозона	2,0	4,7	2,5	1,9	1,5	0,9	0,4	0,6	7,1	6,8	3,7
Китай	0,8	0,7	0,7	2,5	3,4	3,4	4,3	6,1	9,7	4,3	5,1
Ключевая ставка, % годовых, среднее за период											
США (верхняя граница)	3,30	0,25	0,25	0,27	0,52	1,13	1,90	2,29	0,39	0,25	2,00
Еврозона (депозитная)	1,90	0,26	-0,10	-0,21	-0,38	-0,40	-0,40	-0,43	-0,50	-0,50	0,12
Китай			5,71	4,85	4,30	4,30	4,31	4,26	3,87	3,85	3,68

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

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2021–2023 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 5

Показатели	2021				2022				2023	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.
Счет текущих операций (СТО)	22,4	17,3	35,5	46,9	70,9	76,7	47,5	41,0	14,8	8,3
Торговый баланс	28,7	38,8	54,2	68,5	84,8	95,0	72,5	61,8	30,2	27,8
Экспорт	93,3	114,9	132,1	154,0	154,5	151,8	141,4	143,1	104,6	103,5
Импорт	64,6	76,1	77,9	85,5	69,8	56,8	68,8	81,3	74,3	75,7
Баланс услуг	-3,0	-4,1	-6,9	-6,4	-3,6	-3,7	-7,0	-8,3	-7,6	-9,1
Экспорт	11,5	13,0	14,1	17,0	13,9	11,1	11,3	12,3	9,7	9,5
Импорт	14,5	17,1	21,0	23,3	17,5	14,7	18,3	20,6	17,3	18,6
Баланс первичных и вторичных доходов	-3,3	-17,5	-11,9	-15,2	-10,2	-14,7	-18,0	-12,5	-7,8	-10,4
Счет операций с капиталом	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,9	-1,5	-0,2	-0,1
Сальдо СТО и счета операций с капиталом	22,6	17,2	35,5	46,9	70,9	75,5	45,6	39,5	14,6	8,2
Сальдо финансового счета, кроме резервов	19,0	9,8	4,1	26,1	78,5	78,2	42,1	38,7	18,4	5,5
Чистое принятие обязательств	-0,3	2,9	32,2	2,9	-35,9	-53,7	-14,5	-27,4	-10,8	9,2
Чистое приобретение финансовых активов	18,7	12,7	36,3	29,1	42,6	24,5	27,7	11,3	7,6	14,7
Чистые ошибки и пропуски	0,1	1,1	-1,8	0,9	-3,0	3,8	-1,6	-0,4	-1,3	-4,1
Изменение резервов	3,7	8,5	29,6	21,7	-10,6	1,2	1,8	0,4	-5,1	-1,4
Экспорт товаров и услуг, % г/г	1,6	58,5	63,0	58,5	60,7	27,3	4,4	-9,1	-32,1	-30,6
Импорт товаров и услуг, % г/г	4,6	40,9	32,5	23,0	10,3	-23,3	-11,8	-6,3	5,0	32,0
Справочно:										
Цена на нефть марки Urals, долл. США за баррель, в среднем за квартал	59,9	66,9	71,2	78,0	88,9	78,9	73,8	62,5	49,0	55,8
Номинальный курс, руб./долл. США, в среднем за квартал	74,3	74,2	73,5	72,6	84,7	66,0	59,4	62,3	72,7	81,0

Источник: Банк России.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2021–2023 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ

Табл. 6

Показатели	2021				2022				2023	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.
ВВП, % г/г, среднее за период										
США	1,2	12,5	5,0	5,7	3,7	1,8	1,9	0,9	1,6	2,2
Евросона	-0,8	14,1	4,0	4,7	5,5	4,3	2,5	1,8	1,0	0,4
Китай	19,2	8,3	5,3	4,4	5,0	0,9	4,4	2,7	3,6	7,3
Инфляция, %, г/г, на конец года										
США (Headline CPI)	2,6	5,3	5,4	7,3	8,5	8,9	8,2	6,5	5,0	3,1
Евросона (Headline HICP)	1,3	1,9	3,4	5,0	7,3	8,5	9,8	9,1	6,8	6,1
Китай (Headline CPI)	0,3	1,2	0,5	1,4	1,5	2,5	2,8	1,8	0,7	0,0
Дефицит бюджета, % ВВП, среднее за период										
США	19,3	11,9	12,2	11,1	7,3	4,3	5,5	5,6	7,0	8,6
Евросона	8,3	7,0	6,4	5,4	4,3	3,2	3,2	3,7	3,7	3,7
Китай	5,2	4,3	3,9	3,8	3,8	5,3	5,5	4,7	5,0	4,8
Ключевая ставка, % годовых, среднее за период										
США (верхняя граница)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,30	0,95	2,37	3,84	4,70	5,16
Евросона (депозитная)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,1	1,4	2,4	3,2
Китай	3,9	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6

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

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2022–2023 ГОДАХ¹
(%)

Табл. 7

	Обязательства в рублях ² банков с универсальной лицензией и НКО	Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях банков с базовой лицензией	Обязательства перед физическими лицами и иные в рублях банков с базовой лицензией	Обязательства в иностранной валюте ² (за исключением недружественных стран) банков и НКО	Обязательства в иностранной валюте ² (в валютах недружественных стран) банков и НКО	Обязательства в иностранной валюте ² банков	Обязательства в иностранной валюте ² НКО
С 01.06.2023	4,50	1,00		6,00	8,50	-	-
01.04.2023–31.05.2023	4,00	1,00		5,50	7,50	-	-
01.03.2023–31.03.2023	4,00	1,00		-	-	7,00	
01.08.2022–28.02.2023	3,00	1,00		-	-	5,00	
01.05.2022–31.07.2022	2,00	1,00		-	-	4,00	2,00
01.04.2022–30.04.2022	2,00	1,00		-	-	2,00	
03.03.2022–31.03.2022	2,00		1,00	-	-	2,00	
01.01.2022–02.03.2022	4,75		1,00	-	-	8,00	

¹ Подробнее см. [нормативы обязательных резервов](#).² Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами, обязательства перед физическими лицами и иные обязательства.

Источник: Банк России.

КОЭФФИЦИЕНТЫ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2022–2023 ГОДАХ

Табл. 8

	Банки	НКО
С 03.03.2022	0,9	1,0
С 01.01.2022	0,8	1,0

Примечание. С 01.01.2022 по 31.03.2022 кредитные организации, отвечающие определенным критериям, имели 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.

Источник: Банк России.

СТАВКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ¹ И RUONIA В 2022–2023 ГОДАХ
(% годовых)

Табл. 9

Период	Ключевая ставка	Изменение ключевой ставки, п.п.	RUONIA (средняя за период)	Спред RUONIA к ключевой ставке, п.п. (средний за период)	Депозиты овернайт постоянного действия – нижняя граница процентного коридора	Операции на открытом рынке: основные аукционы и аукционы «тонкой настройки» ²	Операции предоставления ликвидности постоянного действия ³		Операции на открытом рынке: аукционы на длительные сроки ⁴			
							Операции основного механизма ⁵ – верхняя граница процентного коридора	Операции дополнительного механизма ⁶	Аукционы репо		Кредитные аукционы	
						1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	От 1 до 30 дней ⁷	От 1 до 180 дней ⁸	1 месяц	1 год	3 месяца
Правило: спред к ключевой ставке, п.п.						-1,00	0,00	+1,00	+1,75	+0,10	+0,25	
С 18.09.2023	13,00	↑ 1,00			12,00	13,00	14,00	14,75	13,10	13,25	13,25	
15.08.2023–17.09.2023	12,00	↑ 3,50	11,93	-0,07	11,00	12,00	13,00	13,75	12,10	12,25	12,25	
24.07.2023–14.08.2023	8,50	↑ 1,00	8,34	-0,16	7,50	8,50	9,50	10,25	8,60	8,75	8,75	
19.09.2022–23.07.2023	7,50	↓ -0,50	7,33	-0,17	6,50	7,50	8,50	9,25	7,60	7,75	7,75	
25.07.2022–18.09.2022	8,00	↓ -1,50	7,92	-0,08	7,00	8,00	9,00	9,75	8,10	8,25	8,25	
14.06.2022–24.07.2022	9,50	↓ -1,50	9,11	-0,39	8,50	9,50	10,50	11,25	9,60	9,75	9,75	
27.05.2022–13.06.2022	11,00	↓ -3,00	10,60	-0,40	10,00	11,00	12,00	12,75	11,10	11,25	11,25	
04.05.2022–26.05.2022	14,00	↓ -3,00	13,82	-0,18	13,00	14,00	15,00	15,75	14,10	14,25	14,25	
11.04.2022–03.05.2022	17,00	↓ -3,00	16,30	-0,70	16,00	17,00	18,00	18,75	17,10	17,25	17,25	
28.02.2022–10.04.2022	20,00	↑ 10,50	19,86	-0,14	19,00	20,00	21,00	21,75	20,10	20,25	20,25	
14.02.2022–27.02.2022	9,50	↑ 1,00	9,57	0,07	8,50	9,50	10,50	11,25	9,60	9,75	9,75	
01.01.2022–13.02.2022	8,50	-	8,22	-0,28	7,50	8,50	9,50	10,25	8,60	8,75	8,75	

¹ Также процентные ставки по дополнительному механизму предоставления ликвидности. Установленные Советом директоров Банка России.² Указана максимальная возможная ставка в заявке для депозитных аукционов и минимальная возможная ставка в заявке для аукционов репо. Решение о типе аукциона (депозитный или репо) принимается в зависимости от ситуации с ликвидностью.³ Кредиты и репо на сроки более одного дня предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.⁴ Указана минимальная возможная ставка в заявке. По итогам аукционов операции репо совершаются и кредиты предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки. Для сделок репо на срок 1 месяц плавающая ставка применяется с 09.01.2023 (ранее применялась фиксированная ставка). Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года.⁵ До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» на срок 1 день, с 01.03.2022 – также по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 2 до 90 дней, с 25.03.2022 – также по ломбардным кредитам на сроки от 2 до 90 дней.⁶ До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 91 до 549 дней, до 28.02.2022 – также на сроки от 2 до 90 дней.⁷ Операции репо и сделки «валютный своп» на срок 1 день, кредиты на сроки от 1 до 30 дней; заключение сделок «валютный своп» приостановлено с апреля 2022 года в связи с изменением внешних экономических условий.⁸ Операции репо на сроки от 1 до 180 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 180 дней.

Справочно: значение ставки рефинансирования с 01.01.2016 приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2022–2023 ГОДАХ¹
(млрд руб.)

Табл. 10

	Депозиты овернайт по- стоянного действия	Операции на открытом рынке				Операции предоставления ликвидности постоянного действия			
		Депозитные аукционы (основные и «тонкой на- стройки»)	Аукционы репо (основ- ные и «тон- кой настрой- ки»)	Аукционы репо (на длительные сроки)		Кредиты овернайт	Операции репо	Ломбардные кредиты	Кредиты, обеспечен- ные неры- ночными активами
				1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней				
01.09.2023	1 176,8	1 429,9	0,0	100,9	1 206,7	0,0	0,0	13,3	1 075,5
01.07.2023	1 007,8	1 746,6	0,0	301,7	1 076,5	0,0	1,5	25,4	521,3
01.04.2023	1 094,3	2 450,0	0,0	1 005,8	759,8	0,0	7,6	32,2	266,4
01.01.2023	1 328,2	3 621,2	0,0	1 007,3	484,3	0,0	7,9	95,9	213,1
01.10.2022	1 291,0	1 663,9	0,0	0,0	166,0	0,0	9,5	91,4	1 211,5
01.07.2022	1 341,1	1 838,4	0,0	100,7	70,0	0,0	9,9	47,3	52,1
01.04.2022	3 107,8	0,0	2 212,2	11,1	75,1	0,0	91,6	38,7	55,5
01.01.2022	1 177,9	1 625,9	0,0	100,8	15,6	0,0	2,6	0,0	790,1

¹ Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности.
Источник: Банк России.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫМ МЕХАНИЗМАМ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ БАНКА РОССИИ¹ Табл. 11
(% годовых)

	Поддержка развития крупных инвестиционных проектов	Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСПАР»)	Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» и под залог ОФЗ	Поддержка МСП в отраслях, наиболее пострадавших от рас- пространения новой коронавирусной инфек- ции ²	Поддержка МСП в 2022 году ³
	До 3 лет Меньшая из: 9,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1,00 п.п.	До 3 лет Меньшая из двух: 6,50% годовых или ключевая ставка	До 3 лет Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п. ⁴	До 1,5 лет Нет	До 1 года Нет
С 18.09.2023	9,00	-	11,50	-	-
С 17.08.2023	9,00	-	10,50	-	-
С 15.08.2023	9,00	6,50	10,50	-	-
С 24.07.2023	7,50	6,50	7,00	-	-
С 01.01.2023	6,50	6,50	6,00	-	-
С 19.09.2022	6,50	6,50	6,00	-	9,50
С 25.07.2022	7,00	6,50	6,50	-	9,50
С 15.07.2022	8,50	6,50	8,00	-	9,50
С 14.06.2022	8,50	6,50	9,50	-	9,50
С 02.05.2022	9,00	6,50	9,50	-	9,50
С 15.03.2022	9,00	6,50	9,50	4,00	9,50
С 11.03.2022	9,00	6,50	18,50	4,00	9,50
С 28.02.2022	9,00	6,50	18,50	4,00	-
С 14.02.2022	8,50	6,50	8,00	4,00	-
С 01.01.2022	7,50	6,50	7,00	4,00	-

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами.

Установленные Советом директоров Банка России процентные ставки, по которым с указанной даты предоставляются новые кредиты.

² Выдача кредитов с 01.11.2021 по 30.12.2021 и с 24.01.2022 по 01.05.2022.

³ Выдача кредитов с 11.03.2022 по 30.12.2022.

⁴ С 15.03.2022 по 14.07.2022 правило не действовало, устанавливалась фиксированная ставка.

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫХ МЕХАНИЗМОВ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ БАНКА РОССИИ¹
(млрд руб.) Табл. 12

Требования Банка России к кредитным организациям на начало дня:	Поддержка развития крупных инвестпроектв	Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные дого- ворами страхования АО «ЭКСПАР»)	Поддержка МСП через АО «МСП Банк» ²	Поддержка МСП под поручи- тельства АО «ФК МСП» ³ и под залог ОФЗ ³	Поддержка МСП в отраслях, наиболее постра- давших от распространения новой коронавирусной инфекции ⁴	Поддержка МСП в 2022 году ⁵
	До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 1,5 лет	До 1 года
Лимит на 01.09.2023	150,0	75,0		288,3		-
01.09.2023	27,8	73,8	0,2	227,7	11,5	0,0
01.07.2023	29,6	52,4	0,4	230,0	14,9	2,4
01.04.2023	32,7	47,1	0,7	202,4	32,0	39,6
01.01.2023	37,3	45,4	0,9	139,0	39,8	67,1
01.10.2022	41,6	43,5	1,1	94,1	49,7	112,1
01.07.2022	45,4	54,7	1,4	98,7	56,5	257,3
01.04.2022	49,0	39,3	1,7	71,1	50,2	129,9
01.01.2022	52,6	45,0	2,2	75,0	26,8	-

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами.

² Выдача кредитов прекращена с 23.08.2021, право требования по кредитам, предоставленным АО «МСП Банк» своими партнерами – банкам и микрофинансовым организациям по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего пред-

принимательства на цели кредитования субъектов МСП и своим партнерам – лизинговым компаниям на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

³ Выдача кредитов под залог ОФЗ с 20 июня 2023 года.

⁴ Выдача кредитов с 01.11.2021 по 30.12.2021 и с 24.01.2022 по 01.05.2022.

⁵ Выдача кредитов с 11.03.2022 по 30.12.2022.

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).

Базовое сальдо (базовый дефицит)

Индикатор исполнения федерального бюджета в рамках конструкции бюджетного правила, рассчитываемый как разница между суммой базовых нефтегазовых и ненефтегазовых доходов и расходами федерального бюджета.

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.

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 депозитов 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.

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 по 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

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Ставка устанавливается Советом директоров Банка России восемь раз в год. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. 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 ценные бумаги, эмитируемые Минфином России в рамках программы заимствований в целях финансирования дефицита федерального бюджета.

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.

Параллельный импорт

Ввоз в страну оригинальных товаров иностранного производства без согласия правообладателя.

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.

Структурное первичное сальдо

Метрика направленности бюджетной политики в терминах бюджетного правила. Показатель рассчитывается как разница между суммой базовых и нефтегазовых доходов и фактических (плановых) расходов бюджета.

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 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.

Финансовая стабильность

Состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс 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

ДМ – дополнительный механизм предоставления ликвидности

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ЕБС – Единая биометрическая система

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ЖКХ – жилищно-коммунальное хозяйство

ИБВЭД – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности

ИБК – индикатор изменения бизнес-климата Банка России

ИПЦ – индекс потребительских цен

КОБР – купонные облигации Банка России (ОБР)

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

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МФК – мировой финансовый кризис 2007–2008 годов

НГД – нефтегазовые доходы

НДПИ – налог на добычу полезных ископаемых

НДС – налог на добавленную стоимость

ННГД – ненефтегазовые доходы

НПО – негосударственное пенсионное обеспечение

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

НФА – Национальная финансовая ассоциация

НФО – некредитная финансовая организация

- ОДКП** – Обзор денежно-кредитной политики
- ОМ** – основной механизм предоставления ликвидности
- ОНЕГДКП 2018–2020 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов
- ОНЕГДКП 2023–2025 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов
- ОНЕГДКП 2024–2026 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов
- ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»
- ОФЗ** – облигации федерального займа
- ОФЗ-ИН** – облигации федерального займа с индексируемым номиналом
- п.п.** – процентный пункт
- ППС** – паритет покупательной способности
- РПБ6** – шестое издание Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Международный валютный фонд)
- СФР** – страны с формирующимися рынками
- ФНБ** – Фонд национального благосостояния
- ФОР** – Фонд обязательных резервов
- ФОСВ** – Фонд обязательного страхования вкладов
- ФРС США** – Федеральная резервная система США
- ФТС** – Федеральная таможенная служба
- ЦВЕ** – Центральная и Восточная Европа
- ЦФА** – цифровые финансовые активы
- ЭЭГП** – обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха
- API** – программный интерфейс, способ взаимодействия информационных систем
- Core CPI** – Core Consumer Price Index (базовый индекс потребительских цен)
- CPIF** – Consumer Price Index with a Fixed Interest Rate (индекс потребительских цен с фиксированной процентной ставкой)
- C2B** – платежи физических лиц в пользу юридических лиц
- C2C** – переводы денежных средств между потребителями – физическими лицами
- ELB** – Effective Lower Bound (эффективная нижняя граница)
- ESG** – Environmental, Social and Governance (экологические и социальные факторы, а также факторы корпоративного управления)
- €STR** – краткосрочная ставка в евро

- FG** – Forward Guidance (сигнал центрального банка о денежно-кредитной политике)
- IRS** – Interest Rate Swap (процентный своп)
- PCE** – Personal Consumption Expenditures (индекс личных расходов потребителей)
- 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
- SOFR** – обеспеченная ставка овернайт в долларах США
- YCC** – Yield Curve Control (контроль кривой доходностей)
- ZLB** – Zero Lower Bound (нулевая нижняя граница)
- ЗММА** – скользящая средняя за три месяца



Основные направления
единой государственной
денежно-кредитной
политики



Обзор денежно-
кредитной политики
Банка России



Раздел «Денежно-
кредитная политика»
на официальном сайте
Банка России



Доклад
о денежно-кредитной
политике