



Банк России



ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
единой государственной
денежно-кредитной политики
на 2022 год и период 2023 и 2024 годов

Проект от 1 сентября 2021 года

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 01.09.2021.

Документ подготовлен по статистическим данным на 25.08.2021.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 22.07.2021.

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

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ.....	7
2. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2021–2024 ГОДАХ.....	29
2.1. Базовый сценарий.....	31
2.2. Альтернативные сценарии.....	35
3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2020 ГОДА И В 2021 ГОДУ.....	60
4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2021 ГОДУ И В 2022–2024 ГОДАХ.....	70
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	84
Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России.....	84
Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России.....	104
Приложение 3. Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления.....	110
Приложение 4. Немонетарные факторы инфляции в 2021 году.....	116
Приложение 5. Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов.....	123
Приложение 6. Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику.....	126
Приложение 7. Денежная программа.....	130
Приложение 8. Календарь решений по ключевой ставке в 2022 году.....	134
Приложение 9. Макроэкономическая и банковская статистика.....	135
Приложение 10. Статистика применения инструментов денежно-кредитной политики.....	144
ГЛОССАРИЙ.....	147
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	152

Перечень врезок

Врезка 1. Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4%	24
Врезка 2. Нейтральная процентная ставка	25
Врезка 3. Бюджетная политика в 2021–2024 годах.....	46
Врезка 4. Инвестирование средств ФНБ в 2021–2024 годах	49
Врезка 5. Влияние климатических изменений на условия проведения денежно-кредитной политики в России	51
Врезка 6. Влияние долгосрочных демографических трендов на потенциал российской экономики.....	57
Врезка 7. Влияние пандемии на структурные изменения в экономике	66
Врезка 8. Структурный профицит ликвидности банковского сектора в 2021 году: о чем говорит его динамика	78
Врезка 9. Активизация населения на фондовом рынке: последствия для денежно-кредитной политики.....	96
Врезка 10. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям	100
Врезка 11. Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов).....	103

ВВЕДЕНИЕ

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

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – обеспечение ценовой стабильности. С 2015 года Банк России проводит денежно-кредитную политику в соответствии с режимом таргетирования инфляции, стремясь поддерживать годовую инфляцию вблизи 4% постоянно. В рамках данного режима Банк России воздействует на денежную сферу, финансовые рынки и экономику в основном с помощью ключевой ставки и сигнала о дальнейших решениях. Решения об уровне ключевой ставки и сигнале принимаются на основе анализа текущих экономических тенденций и макроэкономического прогноза. При этом Банк России стремится оперативно и полно раскрывать информацию о проводимой денежно-кредитной политике, придерживаясь принципа информационной открытости.

Ситуация в экономике в 2021 году и оценка Банком России перспектив ее развития изменились по сравнению с 2020 годом. Несмотря на эпизоды ухудшения эпидемической ситуации, восстановление мировой экономики в конце 2020 – 2021 году продолжалось. При этом быстрое расширение спроса происходило в условиях значимых ограничений со стороны предложения. Во многом они были связаны с нарушением глобальных производственных и логистических цепочек из-за вводимых противоэпидемических мер, что также приводило к росту цен на мировых товарных рынках. В результате в большинстве стран существенно усилилось инфляционное давление.

Российская экономика не стала исключением. В III квартале 2020 года началось ее восстановление, а уже в II квартале 2021 года российская экономика одной из первых в мире вернулась к докризисному уровню. Существенную поддержку оказали бюджетные меры и значимое смягчение денежно-кредитной политики в 2020 году. В то же время восстановление было неоднородным, и во многих секторах экономики уже в начале 2021 года рост спроса опережал возможности по наращиванию предложения. В этих условиях компаниям было проще переносить растущие издержки в цены товаров и услуг. Дополнительное давление на цены оказывало смещение предпочтений населения в пользу текущих покупок товаров длительного пользования. Инфляция и инфляционные ожидания населения и бизнеса росли. Повышенные инфляционные ожидания формировали риски более значительного и продолжительного отклонения инфляции от цели за счет вторичных эффектов. В этой ситуации с конца 2020 года Банк России ужесточал сигналы о своих будущих действиях, а в марте 2021 года приступил к повышению ключевой ставки. Принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России также учитывал, что при высоких и незаякоренных инфляционных ожиданиях денежно-кредитные условия могут оставаться мяг-

кими более продолжительное время. В результате к сентябрю 2021 года ключевая ставка была повышена на 2,25 п.п., до 6,5% годовых.

Дальнейшие решения Банка России по денежно-кредитной политике будут зависеть от развития ситуации в мировой и российской экономике. В базовом сценарии Банк России предполагает, что течение пандемии коронавируса будет контролируемым, в том числе в результате успешного продолжения вакцинации, рост мирового спроса замедлится после периода восстановления, а наблюдаемое усиление инфляционного давления будет временным. Цены на нефть в этих условиях постепенно снизятся, чему также будут способствовать расширение квот в рамках соглашения ОПЕК+ и повышение предложения нефти. После ускоренного восстановительного роста в 2021 году российская экономика будет расти темпами, близкими к потенциальным. В условиях расширения возможностей для зарубежных поездок, снижения темпов роста розничного кредитования и нормализации бюджетной политики потребительская активность замедлится. Инвестиционная активность вернется к традиционным уровням по мере улучшения настроений на фоне стабилизации темпов роста мировой и российской экономики и подстройки производственных и логистических мощностей. Снижение инфляции до целевого уровня ожидается к концу 2022 года. Для обеспечения такой динамики Банк России будет поддерживать ключевую ставку в диапазоне 6–7% годовых в среднем за 2022 год. По мере снижения инфляционных ожиданий и замедления роста потребительских цен ключевая ставка вернется в долгосрочный нейтральный диапазон 5–6% годовых.

В дополнение к базовому сценарию Банк России рассматривает три альтернативных сценария. Ключевыми развилками выбраны те факторы, в динамике которых в настоящее время отмечается наибольшая неопределенность. Это эпидемическая обстановка в России и в мире (появление новых опасных штаммов коронавируса и более масштабное введение ограничительных мер), темпы восстановления мирового спроса, в том числе на товары российского экспорта, разная степень реакции крупнейших центральных банков на ускорение мировой инфляции и ее последствия для мировых финансовых рынков. Развитие событий в рамках того или иного сценария может потребовать от Банка России соответствующей корректировки денежно-кредитной политики для обеспечения возвращения инфляции к цели в среднесрочной перспективе.

Помимо факторов среднесрочного характера, есть ряд факторов, которые могут оказать влияние на российскую экономику на долгосрочном горизонте. Среди них можно выделить климатические изменения и демографические тренды. В последние годы в мировом сообществе ведется активная дискуссия о влиянии климатических изменений на мировую экономику в целом и экономику отдельных стран. Неопределенность развития ситуации с климатом дополняется неопределенностью набора мер климатической политики, которые должны быть приняты для перехода к «зеленой» экономике, и горизонта их реализации. Банк России в данном документе впервые рассматривает вопрос возможного влияния климатической повестки на условия реализации денежно-кредитной политики и обозначает круг вопросов для дальнейшего исследования.

Влияние на экономику в долгосрочной перспективе могут также оказать происходящие демографические изменения, в том числе с учетом влияния пандемии. В частности, снижение численности рабочей силы и старение населения, выход на пенсию в более старшем возрасте, динамика миграционного прироста могут повлиять на потенциал роста российской экономики в ближайшие годы и работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Воздействие данных факторов может быть частично компенсировано мерами демографической поддержки, но на это потребуется длительное время. Замедление роста совокупного спроса в результате демографических изменений окажет понижающее давление на инфляцию, что будет учитываться Банком России при подготовке прогноза и принятии решений по ключевой ставке.

Сохраняя неизменность цели и подходов к проведению денежно-кредитной политики, Банк России постоянно работает над развитием отдельных ее элементов: совершенствует модельный аппарат для анализа экономической ситуации и подготовки прогноза, расширяет спектр публикуемых прогнозных показателей, развивает инструменты денежно-кредитной политики, работает над расширением охвата и повышением ясности коммуникации.

В 2021 году Банк России объявил о запуске нового проекта – Обзора денежно-кредитной политики, то есть комплексного анализа проводимой денежно-кредитной политики в России за период таргетирования инфляции. Его цель – оценить эффективность параметров выбранного режима денежно-кредитной политики и степень их соответствия меняющимся условиям. В 2022 году Банк России представит результаты аналитических работ своих исследовательских подразделений, проведет встречи с представителями бизнеса, бизнес-ассоциаций, государственных органов, академического и экспертного сообщества, гражданами. По результатам будет опубликован обзорный доклад для общественных консультаций. Выводы и предложения обзорного доклада и итоги их обсуждения с общественностью будут учтены при подготовке Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на следующий трехлетний период.

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 важной предпосылкой устойчивого и сбалансированного роста российской экономики.

Публикуемый документ имеет следующую структуру.

В **разделе 1** раскрываются цель и принципы денежно-кредитной политики Банка России, а также отражено ее взаимодействие с другими видами государственной политики. В раздел включены две врезки: о выборе цели по инфляции 4% при переходе к режиму таргетирования инфляции в 2015 году и о нейтральной процентной ставке.

В **разделе 2** рассматриваются базовый и альтернативные прогнозные сценарии Банка России. Раздел дополнен врезками о бюджетной политике и инвестировании средств Фонда национального благосостояния в 2021–2024 годах. Кроме того, включены врезки о факторах, связанных с климатическими и демографическими изменениями, которые могут оказать влияние на экономику и денежно-кредитную политику за пределами трех лет.

Раздел 3 содержит ретроспективный взгляд на денежно-кредитную политику Банка России с конца 2020 года по настоящее время. Раздел завершается врезкой о влиянии пандемии коронавируса на структурные изменения в экономике.

Раздел 4 традиционно содержит описание операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России: операционной цели и системы инструментов, факторов формирования и прогноза ликвидности банковского сектора. Во врезке о структурном профиците ликвидности банковского сектора подробно рассматривается его динамика в конце 2020–2021 году.

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 являются одной из основных функций Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации¹ и Федеральным законом «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Банк России обеспечивает устойчивость рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста. Ценовая стабильность является основной целью денежно-кредитной политики и означает устойчиво низкую инфляцию. Это важный элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса.

При стабильно низкой инфляции обеспечивается устойчивость покупательной способности национальной валюты – рубля. В этих условиях заработные платы, пенсии и другие доходы, а также сбережения населения и предприятий в национальной валюте защищены от значимого непредсказуемого обесценения. Это в том числе позволяет поддерживать уровень жизни, а также более уверенно планировать расходы, включая долгосрочные.

Ценовая стабильность является важным условием поддержания социальной стабильности. Низкая и стабильная инфляция прежде всего защищает домашние хозяйства с невысоким уровнем дохода. Такие домашние хозяйства имеют возможность покупать недорогие товары первой необходимости и при существенном росте цен не могут переключиться на более дешевые аналоги. При высокой инфляции они вынуждены сокращать потребление, что ухудшает качество их жизни. При прочих равных условиях высокая инфляция способствует росту социального неравенства за счет более негативного влияния на динамику доходов менее защищенных слоев населения².

Низкая и стабильная инфляция благоприятна для ведения бизнеса. Она способствует повышению доступности долгового и долевого финансирования для компаний. Высокая и волатильная инфляция является источником рисков для участников экономических отношений, в том числе для банков и их клиентов. Повышенная инфляционная премия закладывается банками в уровни процентных ставок. Низкая и стабильная инфляция, напротив, снижает риски банков, что при прочих равных условиях способствует формированию процентных ставок по кредитам на более низком уровне. Не только российские банки, но и внутренние инвесторы – физические лица и компании, а также иностранные инвесторы с большей готовностью предоставляют финансовые ресурсы в странах с предсказуемой экономической средой, неотъемлемый элемент которой – стабильно низкая инфляция.

¹ Часть 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации. Развитие указанного конституционного принципа проводится в Федеральном законе от 10.07.2002 №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», в том числе в статьях 3 и 34.1.

² Более подробно о влиянии инфляции на социальное неравенство см. Приложение 3 [Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов](https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018(2019-2020).pdf) ([https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018\(2019-2020\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018(2019-2020).pdf)).

При ценовой стабильности компаниям и населению проще осуществлять финансовое и инвестиционное планирование. Стабильно низкая инфляция вносит вклад в формирование условий для долгосрочного роста сбережений и инвестиций и, как следствие, для устойчивого и сбалансированного роста экономики. Таким образом, денежно-кредитная политика способствует решению общей задачи экономической политики: ускорение темпов экономического роста при сохранении макроэкономической стабильности. Это, в свою очередь, будет содействовать устойчивому росту общественного благосостояния.

Способствуя росту доверия к национальной валюте, ценовая стабильность создает условия для снижения валютизации активов и обязательств в экономике. Это повышает устойчивость экономики к изменению внешних условий.

Обеспечивая устойчивость рубля посредством поддержания ценовой стабильности, **Банк России придерживается режима свободно плавающего валютного курса.** Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется рыночными силами, а Банк России в нормальных условиях не проводит интервенций на внутреннем валютном рынке в целях поддержания определенного уровня курса или скорости его изменения. При этом Банк России может проводить операции с иностранной валютой на внутреннем рынке в связи с операциями Минфина России по выполнению бюджетного правила (см. подраздел «[Денежно-кредитная политика](#) и [бюджетная политика](#)»), а также в целях противодействия факторам финансовой нестабильности. Плавающий валютный курс действует как «встроенный стабилизатор», позволяя экономике подстраиваться под изменение внешних условий и сглаживая воздействие на нее внешних факторов³. Плавающий валютный курс также позволяет Банку России проводить самостоятельную денежно-кредитную политику, снижая ее зависимость от экономической политики других стран и внешнеэкономической ситуации в целом.

Денежно-кредитная политика создает необходимые условия для развития экономики, но сама по себе не может обеспечить устойчивое повышение экономического потенциала. В долгосрочной перспективе основными факторами, определяющими потенциал роста экономики, являются накопление капитала, изменение численности трудовых ресурсов, рост производительности труда и капитала, в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Обеспечивая низкую и стабильную инфляцию, денежно-кредитная политика вносит вклад в формирование предсказуемой экономической среды, что является важным условием для увеличения инвестиций компаний и дальнейшего роста. В то же время денежно-кредитная политика напрямую не может воздействовать на производительность факторов производства и внедрение технологий. Стремясь поддерживать ценовую стабильность, центральный банк влияет на динамику внутреннего спроса и, как следствие, на интенсивность использования факторов производства. Таким образом, денежно-кредитная политика способствует поддержанию выпуска экономики вблизи потенциального, но не определяет экономический потенциал. Это задает контрциклический характер денежно-кредитной политики (см. подраздел «[Основные принципы денежно-кредитной политики](#)»).

³ Более подробно о роли плавающего курса как «встроенного стабилизатора» экономики см. Приложение 9 [Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов](#) ([https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018\(2019-2020\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018(2019-2020).pdf)).

Когда экономика находится вблизи или выше своего потенциала, попытки стимулировать экономический рост через снижение ставки денежно-кредитной политики могут привести к долгосрочным негативным последствиям для ценовой и финансовой стабильности. В краткосрочном периоде импульс от такого необоснованного снижения ставки центральным банком спровоцирует ускоренный рост кредитования и увеличение внутреннего спроса. Однако отсутствие внутренних возможностей для удовлетворения спроса в условиях, когда экономика уже находится близко к потенциалу или выше, в конечном итоге вызовет рост инфляции, за которым неизбежно последуют рост процентных ставок и сокращение темпов экономического роста.

Для решения задачи устойчивого расширения производственных возможностей экономики необходимы иные меры. В первую очередь это меры структурной политики, бюджетной политики (изменение структуры бюджетных расходов в целях стимулирования модернизации экономики и повышения уровня человеческого капитала) и институциональные преобразования. Именно эти меры в случае эффективной реализации могут обеспечить увеличение потенциальных темпов экономического роста.

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России придерживается следующих основных принципов денежно-кредитной политики:

- установление публичной количественной цели по инфляции;
- применение ключевой ставки и коммуникации как основных инструментов денежно-кредитной политики;
- принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза;
- информационная открытость.

Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции

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

Целью денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно (см. врезку 1 [«Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4%»](#)). Формулировка «вблизи 4%» отражает допустимость небольших колебаний инфляции вокруг 4%. Эти колебания носят естественный характер, поскольку экономика представляет собой сложную систему взаимосвязей, цены формируются под влиянием множества факторов и денежно-кредитная политика воздействует на динамику цен опосредованно через спрос с определенными лагами во времени.

Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Темп прироста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Росстатом по России. При этом на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах мо-

жет наблюдаться разброс в динамике темпов роста цен из-за действия специфических локальных факторов.

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

Применение ключевой ставки и коммуникации как инструментов денежно-кредитной политики

В рамках режима таргетирования инфляции **основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России является ключевая ставка**. Ключевая ставка – это процентная ставка по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора⁴. Ключевая ставка Банка России влияет на рыночные процентные ставки, от которых зависит склонность экономических субъектов к потреблению или сбережению. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, который воздействует на динамику цен.

Для эффективного влияния ключевой ставки на уровень рыночных процентных ставок необходимо, чтобы на первом этапе однодневные ставки денежного рынка формировались вблизи ключевой ставки. Это является операционной целью денежно-кредитной политики Банка России. Для достижения операционной цели Банк России использует инструменты управления ликвидностью и коридор процентных ставок (см. раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2021 году и в 2022 – 2024 годах»](#)).

Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – восемь раз в год в соответствии с заранее утвержденным и опубликованным графиком (см. Приложение 8 [«Календарь решений по ключевой ставке в 2022 году»](#)).

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, использования мер денежно-кредитной политики не требуется. Изменение ключевой ставки в ответ на краткосрочные факторы может привести к ее отклонению в проти-

⁴ Соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя (в рамках операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России, которая включает в себя и набор других операций).

воположную 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. Например, 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 особенности наиболее необходимые. В данных условиях производители могут решиться на существенное повышение цен на более широкий круг товаров и услуг. Инфляционное давление увеличится, а отклонение инфляции от цели станет более устойчивым. В такой ситуации могут потребоваться меры денежно-кредитной политики. Напротив, в условиях, когда инфляционные ожидания стабильны и привязаны к цели по инфляции, покупатели ограничивают покупки товаров в ответ на ускорение роста цен, так как уверены в замедлении инфляции и возвращении ее к цели. 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.

Решения по ключевой ставке направлены на сглаживание экономического цикла (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, то есть центральный банк проводит нейтральную денежно-кредитную политику. Такое равновесное состояние экономики предполагает нейтральный уровень ключевой ставки. Он определяется множеством факторов, и есть различные способы его оценки (см. врезку 2 [«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 участниками рынка учитываются дополнительные премии за срочность и риск. Такая форма кривой доходности в условиях нахождения экономики вблизи потенциала и инфляции у цели, а ключевой ставки – на нейтральном уровне отражает установление реальных процентных ставок на различные сроки на уровнях, которые формируют нейтральные денежно-кредитные условия в экономике.

В ситуации, когда темпы роста и уровень совокупного спроса начинают опережать производственные возможности экономики, происходит отклонение экономики вверх от потенциала. Для предотвращения ее перегрева и связанного с этим отклонения инфляции и инфляционных ожиданий вверх от цели необходимо временное повышение ключевой ставки выше ее нейтрального уровня. Ужесточение денежно-кредитной политики позволит снизить спрос, вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию – к цели. И наоборот, если совокупный спрос ока-

зывается 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 также обеспечит возвращение инфляции к цели⁵.

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

Помимо сигнала, начиная с апреля 2021 года Банк России также публикует прогнозную траекторию ключевой ставки базового сценария. Она представлена в форме диапазонов средней ключевой ставки за каждый календарный год. При этом в течение года ключевая ставка может находиться как выше, так и ниже своего среднего за год уровня. Публикуемые диапазоны средней ключевой ставки не являются границами изменения ключевой ставки в течение года. В данном документе Банк России публикует прогнозные траектории ключевой ставки также и для альтернативных сценариев.

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

Принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза

Решения по денежно-кредитной политике влияют на динамику цен не сразу, а со временем, через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. По оценкам Банка России, влияние ключевой ставки на динамику спроса и цен в полной мере происходит за три-шесть кварталов (см. Приложение 1 «[Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России](#)»).

⁵ Например, в 2020 году глубокое падение глобальной и российской экономики в результате пандемии коронавируса создало риски отклонения инфляции вниз от цели на прогнозном горизонте. Для поддержки внутреннего спроса и стабилизации инфляции вблизи цели на прогнозном горизонте Банк России снижал ключевую ставку и проводил мягкую денежно-кредитную политику.

Поэтому для выработки решения по ключевой ставке с учетом складывающейся ситуации в экономике и ее ожидаемого развития в будущем используется макроэкономический прогноз.

Для разработки прогноза Банк России применяет современные макроэкономические модели. Ядро системы среднесрочного прогнозирования – это комплексные прогнозные модели, которые отражают основные взаимосвязи в экономике на макроуровне. Они служат основой для получения ключевых параметров среднесрочного макроэкономического прогноза. Эти параметры включают в себя динамику инфляции и экономического роста, показателей денежно-кредитной сферы и платежного баланса. Данный модельный инструментарий позволяет рассчитывать сценарную траекторию изменения ключевой ставки. Помимо статистических данных, в качестве вводных параметров в моделях среднесрочного прогнозирования используются результаты краткосрочного прогнозирования, основанного на эконометрических моделях и экспертных суждениях. Для проверки согласованности прогнозов различных моделей между собой, а также для анализа отдельных актуальных вопросов применяются дополнительные («сателлитные») модели. Модельный аппарат Банка России постоянно совершенствуется в соответствии с последними научными разработками российских и зарубежных экспертов в области макроэкономики и количественных методов, а также лучшими практиками зарубежных центральных банков⁶.

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 данной информации Банк России формирует предпосылки прогнозных сценариев – набор внешних и внутренних экономических факторов, которые могут оказать значимое влияние на российскую экономику и динамику инфляции, а также оценивает инфляционные риски.

При подготовке макроэкономического прогноза Банк России учитывает тот факт, что решения по денежно-кредитной политике всегда принимаются в условиях неполной определенности. Факторами неопределенности выступают не только возможные перспективы развития экономической ситуации и предпосылки прогноза, но и новая информация о прошлом и текущем состоянии экономики. Неопределенность в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике также может быть связана с особенностями модельного инструментария, используемого для построения макроэкономического прогноза. Поэтому 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 различных сценариев развития ситуации в мировой и российской экономике. Такой подход позволяет Банку России оценивать надежность (или робастность) ма-

⁶ Подробнее о подготовке макроэкономического прогноза и модельном аппарате Банка России см. подраздел [«Прогнозирование и модельный аппарат»](https://cbr.ru/dkp/system_p/) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (https://cbr.ru/dkp/system_p/).

кроэкономического прогноза и принимаемого на его основе решения по денежно-кредитной политике.

На текущем этапе Банк России продолжает придерживаться 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 закреплены на цели, инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются чувствительными к действию краткосрочных проинфляционных факторов. При этом реакция инфляционных ожиданий на динамику цен асимметрична: население и предприятия в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на их замедление. В этих условиях недооценка проинфляционных факторов и рисков может привести к устойчивым и продолжительным отклонениям инфляции вверх от цели. Поэтому при формировании предпосылок прогноза Банк России уделяет дополнительное внимание тем факторам ценовой динамики, которые могут вызвать рост инфляции и инфляционных ожиданий. Это согласуется со стремлением Банка России принимать взвешенные (робастные) решения в области денежно-кредитной политики.

Меры, принимаемые по другим направлениям внутренней экономической политики, а также меры экономической политики в крупнейших зарубежных странах являются важными факторами, которые учитывает Банк России при подготовке макроэкономического прогноза. Они могут оказывать весьма значимое влияние на ситуацию в российской экономике и на динамику цен. Кроме того, представители Банка России участвуют в работе комитетов, рабочих групп по различным направлениям государственной политики для обеспечения взаимного учета и согласованности мер, а также предоставляют экспертизу по экономическим вопросам (см. подраздел [«Взаимодействие денежно-кредитной политики с другими видами государственной политики»](#)).

Информационная открытость

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

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

Коммуникация центрального банка особенно важна для формирования ожиданий населения и нефинансового сектора, так как у них, как правило, ниже стимулы и возможности для доступа к специализированной экономической информации и для

ее обработки (в отличие от профессиональных участников финансовых рынков). Таким образом, информационная политика центрального банка на современном этапе должна выстраиваться с учетом особенностей и потребностей различных целевых аудиторий.

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. Основные цели и принципы денежно-кредитной политики ежегодно раскрываются в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. Банк России в день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке публикует пресс-релиз с анализом факторов принятого решения и проводит пресс-конференцию Председателя Банка России, которая транслируется в прямом эфире.

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

На регулярной основе Банк России выпускает комментарии о [динамике инфляции](#) и [инфляционных ожиданий](#), об [основных макроэкономических трендах](#), о [ситуации на финансовых рынках](#), о [состоянии платежного баланса](#)⁷. Помимо оперативных материалов о текущей экономической ситуации, публикуются результаты различных [экономических исследований](#) на официальном сайте Банка России, а также аналитические статьи в специализированных экономических изданиях.

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

Банк России стремится широко освещать региональные экономические тенденции. Анализ динамики потребительских цен публикуется не только для страны в целом, но также для федеральных округов и отдельных регионов в форме информационно-аналитических комментариев. С декабря 2020 года Банк России перед каждым Советом директоров публикует доклад [«Региональная экономика: комментарии ГУ Банка России»](#)⁸. Данный материал готовят территориальные учреждения Банка России. Он содержит статистическую, опросную и аналитическую информацию об экономической ситуации в регионе.

Эта информация принимается во внимание при обсуждении решения по ключевой ставке. В 2021 году Банк России начал публиковать [профили регионов](#)⁹ на официальном сайте. В каждом профиле представлены общая характеристика региона и отраслевая структура его экономики, а также основные социально-экономические показатели региона, в том числе отдельные показатели по кредитованию экономики.

⁷ Комментарии публикуются в подразделе [«Аналитика»](#) раздела [«Денежно-кредитная политика»](#) на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/dkp/analytic/>).

⁸ Доклад публикуется в подразделе [«Аналитика»](#) раздела [«Денежно-кредитная политика»](#) на сайте Банка России (https://cbr.ru/analytics/dkp/reg_review/#a_118418).

⁹ [Профили регионов](#) публикуются на страницах территориальных учреждений Банка России (http://www.cbr.ru/about_br/tubr/).

Банк России учитывает степень погруженности аудитории в вопросы денежно-кредитной политики и экономики в целом и для каждой аудитории выбирает наиболее подходящие каналы и инструменты донесения информации, степень сложности и подробности ее раскрытия, формат подачи. С учетом этого Банк России выпускает широкий спектр материалов (от публикаций исследовательского характера до познавательных видеороликов для самой широкой аудитории, в том числе школьников), использует как очные формы взаимодействия (участие в круглых столах, интервью в средствах массовой информации), так и дистанционные (участие в онлайн-конференциях, блоги в социальных сетях). В 2021 году Банк России выпустил [материалы о модельном аппарате Банка России](#)¹⁰, начал публиковать прогнозную траекторию ключевой ставки¹¹ и [результаты опроса ведущих российских и зарубежных аналитиков о ключевых макроэкономических показателях](#)¹². Ориентируясь на широкую аудиторию, Банк России продолжил развивать свое присутствие в социальных сетях, создав страницу в Instagram. На YouTube-канале Банка России в 2021 году начал выходить видеоблог директора Департамента денежно-кредитной политики. В нем регулярно публикуются видеоролики, где просто и доступно объясняется ситуация в экономике и логика принятия решений по денежно-кредитной политике.

Банк России продолжит работу по повышению эффективности коммуникации по вопросам денежно-кредитной политики, используя весь набор имеющихся инструментов, совершенствуя их применение с учетом особенностей аудиторий.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ С ДРУГИМИ ВИДАМИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОЛИТИКИ

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

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 использует денежно-кредитную политику и ключевую ставку как ее основной инструмент для достижения цели по инфляции, а обеспечение устойчивости финансового сектора реализуется с помощью других инструментов. Прежде всего это регулирование кредитных и иных финансовых организаций (микропруден-

¹⁰ См. подраздел [«Прогнозирование и модельный аппарат»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (https://cbr.ru/dkp/system_p/).

¹¹ Прогнозная траектория ключевой ставки базового сценария публикуется в пресс-релизе о ключевой ставке как часть среднесрочного прогноза, а также в Докладе о денежно-кредитной политике.

¹² Результаты опроса публикуются в подразделе [«Статистика»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России (http://www.cbr.ru/statistics/ddkp/mo_br/).

циальное регулирование), действия в сфере надзора, мероприятия по финансовому оздоровлению, которые обеспечивают восстановление деятельности банков и финансовых организаций, утративших финансовую устойчивость, и направлены на сохранение средств вкладчиков и кредиторов. Данные меры дополняются мерами макропруденциальной политики, которая поддерживает стабильность финансовой системы в целом и стремится предотвратить накопление избыточных рисков в отдельных ее сегментах, минимизировать вероятность кризисных явлений и их негативные экономические последствия.

Устойчивость финансового сектора является необходимым условием 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 снижают негативные эффекты для реального сектора. Все это способствует повышению доверия к национальному финансовому сектору, его привлекательности для всех групп участников и в результате оказывает влияние на уровень премий за риск, глубину и ликвидность финансовых рынков, расширение и развитие финансового сектора.

Изменения в области микропруденциального регулирования в большинстве случаев воздействуют на долгосрочные и структурные аспекты деятельности финансовых организаций, поэтому решения о них принимаются независимо от решений в области денежно-кредитной политики, ориентированных на среднесрочную перспективу. Более того, изменения микропруденциального регулирования (в отличие от макропруденциального) обычно вводятся на постоянной основе и не зависят от фазы финансово-экономического цикла. С учетом этого они, как правило, не отражаются на условиях проведения денежно-кредитной политики. Однако в некоторых случаях меры микропруденциального регулирования могут оказывать влияние. Так, введение требований Базеля III в части капитала и ликвидности банков существенно сказалось на параметрах отдельных операций финансовых организаций. Банк России учитывает данное влияние при принятии решений о необходимости корректировки операционной процедуры денежно-кредитной политики. Внедрение риск-ориентированного и пропорционального банковского регулирования может способствовать, с одной стороны, более точному учету рисков банками и повышению их финансовой устойчивости и, с другой стороны, расширению возможностей банковского сектора по кредитованию различных секторов экономики. Это будет учитываться при реализации денежно-кредитной политики.

Решения в области макропруденциальной политики в значительной степени связаны с циклическими колебаниями в экономике и на финансовых рынках, поэтому при принятии макропруденциальных мер учитывается влияние решений по денежно-кредитной политике на макроэкономические показатели. Меры макропруденциальной политики, в свою очередь, могут оказывать воздействие на условия проведения денежно-кредитной политики, в том числе на динамику кредитования и процентные ставки в отдельных сегментах. Поэтому при принятии решений как в области макро-

пруденциальной политики для ограничения системных рисков, так и в области денежно-кредитной политики Банк России учитывает взаимное влияние этих политик. При этом Банк России не предполагает координации направленности между этими политиками, сохраняя независимость в их проведении.

На условия проведения денежно-кредитной политики могут влиять и другие меры, связанные с обеспечением стабильного функционирования финансового сектора. Так, при проведении мероприятий по финансовому оздоровлению предоставление средств кредитным организациям ведет к изменению структурного баланса ликвидности банковского сектора. Банк России учитывает данные 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. В условиях, когда системные риски все же реализовались, как правило, требуется более тесная координация при проведении денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности. В таких случаях Банк России при принятии решений по денежно-кредитной политике может учитывать необходимость стабилизации финансовых рынков и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Наряду с этим, в ситуации, когда одновременно реализуются макроэкономические риски и риски для финансовой стабильности, меры макропруденциальной политики могут усиливать эффективность мер денежно-кредитной политики¹³.

Кроме того, в случае возникновения угрозы для финансовой стабильности Банк России может проводить операции на внутреннем валютном рынке. В качестве такой угрозы Банк России рассматривает ситуацию, которая может привести к значительному сокращению ликвидности внутреннего валютного рынка, формированию устойчивых девальвационных ожиданий, сопровождающихся повышенным спросом на иностранную валюту, росту валютизации в экономике в целом, а также вызвать краткосрочное усиление рисков для устойчивости кредитных организаций и предприятий.

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.

В настоящее время наблюдаются две тенденции на российском финансовом рынке, которые могут привести к усилению роли рынка капитала в работе трансмиссионного механизма: массовый приток частных инвесторов на рынок капитала (это проявляется в устойчивом увеличении количества открытых брокерских счетов и счетов в до-

¹³ Более подробно о мерах денежно-кредитной и макропруденциальной политики, принятых Банком России в 2021 году в условиях пандемии коронавируса, см. в разделе 3 [«Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2020 года и в 2021 году»](#).

верительном управлении при сопутствующем расширении вложений в ценные бумаги) и рост рынка облигационных займов.

С ростом вложений населения в ценные бумаги будет постепенно увеличиваться роль двух каналов трансмиссионного механизма – канала благосостояния и балансового канала. Кроме того, учитывая, что доходность облигаций по сравнению со ставками банковских депозитов и кредитов быстрее реагирует на изменения ключевой ставки, то увеличение роли рынка облигаций может привести к повышению чувствительности процентных ставок на финансовом рынке и совокупного потребления к изменению ключевой ставки, а, следовательно, и повышению эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Совместные реализуемые и планируемые меры политики Правительства Российской Федерации и Банка России по развитию финансового рынка подробно освещены в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов, а также в проекте Основных направлений развития финансового рынка на 2022 год и период 2023–2024 годов¹⁴. Меры политики по развитию финансового рынка, как правило, имеют длинный горизонт воздействия. Банк России учитывает эффекты от их реализации при принятии решений по денежно-кредитной политике по мере их проявления. Так, в среднесрочной перспективе на денежно-кредитную политику могут повлиять следующие изменения: планируемый запуск цифрового рубля, дальнейшее развитие Системы быстрых платежей.

Введение цифрового рубля нацелено на повышение скорости, удобства и безопасности платежей, увеличение доступности финансовых услуг и снижение издержек в финансовой сфере. В отличие от криптовалют, использование которых сопряжено с высокими рисками для пользователей¹⁵, устойчивость функционирования цифрового рубля обеспечивается государством в лице центрального банка. 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 (наличные деньги в обращении, безналичные деньги банков) в пользу цифрового рубля. Для улучшения адаптации экономических агентов к введению цифрового рубля и минимизации возможных издержек Банк России будет вводить цифровой рубль постепенно. По мере распространения в обращении цифрового рубля ожидается снижение объема структурного профицита ликвидности, в том числе возможен переход к структурному дефициту ликвидности. Действующая система инструментов денежно-кредитной политики позволит обеспечить требуемый банкам уровень ликвидности, создавая условия для формирования ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. При введении цифрового рубля возможен также временный рост неопределенности в кредитных организациях относительно потоков клиентских средств, а также потенциального изменения структуры их балансов. Это может способствовать краткосрочному увеличению волатильности ставок денежного рынка. Кроме того, введение цифрового рубля может привести к некоторому росту стоимости фондирования банков. Для компенсации возросших процентных расходов эти банки могут заложить возросшие издержки в ценообразование кредитных про-

¹⁴ [Проект Основных направлений развития финансового рынка на 2022 год и период 2023–2024 годов](http://www.cbr.ru/press/event/?id=11091) опубликован на сайте Банка России 28.07.2021 (<http://www.cbr.ru/press/event/?id=11091>).

¹⁵ Криптовалюты не являются деньгами. У них отсутствует единый эмитент, они не защищены законом, не гарантируют окончательных расчетов и не являются устойчивой мерой стоимости.

дуктов. Банк России будет учитывать влияние этих факторов на денежно-кредитные условия при принятии решений по ключевой ставке (см. Приложение 6 [«Влияние введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику»](#)).

Денежно-кредитная политика и бюджетная политика

Бюджетная политика оказывает значительное влияние на условия реализации денежно-кредитной политики: на ликвидность банковского сектора, темпы роста экономики и ее структуру, динамику цен товаров и услуг, уровень страновой премии за риск.

Одним из ключевых элементов бюджетной стратегии Российской Федерации является бюджетное правило. Оно сглаживает влияние изменений внешнеэкономической конъюнктуры на внутренние условия, в том числе на динамику курса рубля и спроса в экономике. Это ведет к меньшей волатильности курса и цен, что создает благоприятные условия для реализации денежно-кредитной политики. Действие бюджетного правила также обеспечивает предсказуемость подходов Правительства Российской Федерации к формированию бюджетных расходов и управлению государственным долгом. Это, в свою очередь, обеспечивает долгосрочную устойчивость сферы государственных финансов, которая важна для стабильности долгосрочных процентных ставок в экономике, эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а также для снижения равновесной премии за страновой риск¹⁶.

Применение бюджетного правила, в том числе проведение операций на валютном рынке, снижает колебания реального курса рубля из-за изменений конъюнктуры мирового рынка нефти. Это способствует повышению конкурентоспособности российских товаров и формированию в стране условий для развития производства в несырьевых отраслях, а значит, и постепенному изменению структуры экономики.

В рамках механизма бюджетного правила объем дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета, направляемых на покупку иностранной валюты для последующего перечисления в Фонд национального благосостояния (ФНБ), или объем иностранной валюты из ФНБ, направляемый на продажу для последующего перечисления в бюджет, рассчитывается Минфином России. В связи с операциями Минфина России по выполнению бюджетного правила Банк России проводит операции на валютном рынке равномерно, чтобы не оказывать значимого влияния на динамику валютного курса. При этом Банк России сохраняет за собой право временно приостановить проведение данных операций в условиях повышенной волатильности на внутреннем валютном рынке, в том числе на фоне реализации внешних рисков или возникновения угроз для финансовой стабильности.

Параметры бюджетной политики оказывают значимое воздействие на динамику совокупного спроса в экономике и, как следствие, на инфляцию. Существенное смягчение бюджетной политики может создавать проинфляционное давление в экономике, а бюджетная консолидация, напротив, оказывает дезинфляционное влияние. Своевременная и соразмерная реакция со стороны денежно-кредитной политики в этих условиях позволяет ограничивать риски отклонения инфляции от цели и минимизировать отклонение экономики от траектории сбалансированного роста.

¹⁶В 2020–2021 годах для борьбы с экономическими последствиями пандемии коронавируса расходы федерального бюджета формировались на более высоких уровнях, чем допускает бюджетное правило. Однако Правительство Российской Федерации планирует полный возврат к параметрам бюджетного правила начиная с 2022 года (см. врезку 3 [«Бюджетная политика в 2021–2024 годах»](#)).

При этом характер и особенности воздействия бюджетных расходов на экономическую активность и инфляцию зависят не только от их структуры и результативности, но и от их распределения во времени.

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

Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут быть фактором структурных изменений в экономике, вносящим вклад в расширение ее производственного потенциала. В этом случае ускорение экономического роста не будет формировать повышательного давления на инфляцию. Однако если рост государственных расходов ведет к расширению внутреннего спроса, опережающему расширению производственного потенциала, проинфляционное давление в экономике может усиливаться.

Таким образом, долгосрочные приоритеты, стратегия и конкретные меры бюджетной и структурной политики значимо отражаются на макроэкономическом прогнозе Банка России, оценке им баланса рисков для инфляции и, как следствие, выборе мер денежно-кредитной политики.

Минфин России и Минэкономразвития России при подготовке проекта федерального бюджета и прогноза социально-экономического развития также учитывают цель по инфляции и влияние денежно-кредитной политики на экономику и динамику цен. 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.

Денежно-кредитная политика и другие виды государственной политики

В поддержание ценовой стабильности вносит вклад ряд мер органов государственной власти. Прежде всего это меры по снижению влияния немонетарных факторов на динамику цен, принимаемые Правительством Российской Федерации и региональными органами государственной власти. Немонетарные факторы – это несистематические изменения предложения и спроса, которые определяются разовыми событиями и влияние которых на инфляцию исчерпывается на краткосрочном горизонте (неурожай, перебои в поставках товаров, ограничения на ввоз продуктов питания по фитосанитарным причинам, эпизоды ажиотажного спроса и так далее). Под воздействием данных факторов инфляция может заметно колебаться и, негативно отражаясь на инфляционных ожиданиях, приводить к возникновению вторичных эффек-

тов¹⁷. Хотя Банк России непосредственно не может воздействовать на немонетарные факторы, он участвует в работе по снижению их влияния, предоставляя свою экспертизу по анализу рынков товаров и услуг и предлагая меры по решению проблем. На региональном уровне также ведется регулярное взаимодействие территориальных учреждений Банка России с органами власти по этим вопросам.

Среди основных мер государственной политики по снижению влияния немонетарных факторов на динамику цен, реализуемых на текущем этапе, можно выделить меры по совершенствованию инфраструктуры рынка аграрной продукции и продовольствия, по развитию конкуренции (включая рынок моторного топлива), подходы к установлению регулируемых цен и тарифов, в том числе на услуги коммунального хозяйства.

Реализация мер аграрной политики позволит снизить негативное влияние на инфляцию факторов со стороны предложения сельскохозяйственной продукции, изменений валютного курса и конъюнктуры мировых товарных рынков. Результатом станет снижение волатильности цен на продовольствие, которая по-прежнему остается максимальной среди основных компонент инфляции и препятствует снижению инфляционных ожиданий.

Уменьшению негативного влияния немонетарных факторов на цены будут также способствовать меры по снижению степени монополизации рынков товаров и услуг. При низкой конкуренции у компаний меньше стимулов для повышения эффективности и снижения издержек, что ведет к более высокому уровню цен. В условиях более высокой конкуренции, стремясь сохранить долю рынка, компании в случае действия неблагоприятных факторов будут лишь частично переносить возросшие издержки в конечные цены, сокращая прибыль. При этом они будут также стремиться повышать эффективность, оптимизировать издержки либо будут вынуждены уйти с рынка. В результате на более конкурентном рынке воздействие неблагоприятных факторов на уровень цен будет меньше.

Важным механизмом снижения влияния несовершенной конкуренции на ценообразование является реализация Стандарта развития конкуренции в субъектах Российской Федерации (далее – Стандарт). Представители Банка России участвуют в деятельности коллегиальных органов, создаваемых в соответствии с требованиями Стандарта. Территориальные учреждения Банка России взаимодействуют с органами власти, отраслевыми союзами и другими заинтересованными участниками по вопросам анализа факторов динамики цен на рынках товаров и услуг и выработке мер по решению проблем.

Дополнительное влияние на цены могут оказывать внутренние институциональные факторы, связанные с регулированием на отдельных рынках, включая изменение обязательных нормативов, сборов, подходов к формированию тарифов. Несмотря на то, что их воздействие на инфляцию в контексте общего ИПЦ в основном небольшое и разовое, оно может оказаться значимым для отдельных рынков и регионов, а также для инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Кроме того, прямое админи-

¹⁷ Подробнее о влиянии немонетарных факторов на динамику цен см. доклад «О немонетарных факторах инфляции в 2017–2019 годах» (https://cbr.ru/Content/Document/File/95172/ddcp_20191218.pdf), а также Приложение 4 «Немонетарные факторы инфляции в 2020 году: влияние ограничений, связанных с пандемией» *Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов* ([https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021\(2022-2023\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021(2022-2023).pdf)) и Приложение 4 «Немонетарные факторы инфляции в 2021 году» данного документа.

стративное вмешательство в установление цен на длительном горизонте может приводить к снижению предложения товаров, подпадающих под ценовое регулирование, сворачиванию инвестиций производителями и ухудшению потребительских настроений. В связи с этим Банк России внимательно наблюдает за фактическими и планируемыми изменениями в этой области и обсуждает вопросы их влияния с представителями бизнеса, финансового сообщества и органов власти.

Реализация большинства обозначенных мер, направленных на сглаживание влияния немонетарных факторов на инфляцию, требует времени. Банк России будет учитывать изменения в динамике потребительских цен под воздействием данных мер при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике.

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

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

Переходя с 2015 года к режиму таргетирования инфляции, Банк России сформулировал цель своей денежно-кредитной политики как снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе и ее поддержание вблизи этого уровня в дальнейшем. Целевой уровень инфляции был выбран Банком России с учетом существовавших на тот момент особенностей ценообразования и структуры российской экономики. Цель по инфляции «вблизи 4%» – это несколько выше, чем в странах с развитыми рыночными механизмами, многолетним опытом сохранения ценовой стабильности, укрепившимся доверием к монетарным властям и низкими инфляционными ожиданиями. В таких странах цель по инфляции обычно устанавливается на уровне от 1 до 3%. Банк России оценивал, что постоянное поддержание инфляции в России вблизи этих значений мерами денежно-кредитной политики сильно затруднено из-за недостаточной развитости рыночных механизмов и невысокой отраслевой диверсификации экономики.

Наряду с указанными факторами, выбор в пользу 4% был продиктован необходимостью минимизации рисков возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров. Так, в условиях особенностей структуры российской экономики изменение цен на различные группы товаров происходит неравномерно, а в потребительской корзине довольно высока доля товаров и услуг, цены на которые могут сильно колебаться. Поэтому Банк России предполагал, что при общем уровне инфляции существенно ниже 4% возникает риск продолжительного снижения цен, то есть дефляции, на рынках различных групп товаров. Дефляция, охватывающая широкий круг товаров, может повлечь за собой не менее негативные последствия, чем высокая инфляция, поскольку в ожидании снижения цен потребители будут склонны откладывать потребление на будущее. Снижение внутреннего спроса в свою очередь будет оказывать дополнительное понижающее давление на цены, что приведет к раскручиванию дефляционной спирали. Поэтому для того чтобы процесс выравнивания относительных цен не приводил к дефляционным явлениям, целевой показатель прироста общего индекса потребительских цен был установлен Банком России с некоторым запасом.

В рамках запланированного на 2021–2022 годы Обзора денежно-кредитной политики Банк России вновь планирует оценить, соответствует ли цель по инфляции «вблизи 4%» условиям проведения денежно-кредитной политики в России. Банк России также проанализирует, сложились ли в российской экономике условия для снижения цели по инфляции. По итогам Обзора денежно-кредитной политики Банк России примет взвешенное решение о формате цели по инфляции, сохраняя приверженность мандату по ценовой стабильности.

ВРЕЗКА 2. НЕЙТРАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

Под нейтральной ставкой принято понимать такой уровень ставки процента (в частности, ключевой ставки центрального банка и ставок межбанковских кредитов овернайт, формирующихся вблизи ключевой ставки), при котором данная экономика, во-первых, устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному, а безработица находится на своем «естественном» уровне) и, во-вторых, инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне. 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 времени¹. Нейтральная ставка является одним из ключевых понятий макроэкономической теории с того момента, когда его впервые ввел шведский экономист Кнут Вicksell в 1898 году².

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 – влияет на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и норму сбережений. Так, при увеличении доли средних возрастов с более высокой нормой сбережений в структуре населения нейтральная ставка будет снижаться.

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

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.

¹ 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 закоренности 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 Федерация, 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.

² Wicksell, K. (1898): *Interest and prices*, перевод R.F. Kahn. Kelley: New York, 1965.

В свою очередь 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).

Однако просто сохраняя ключевую ставку равной нейтральной, центральный банк не сможет обеспечить инфляцию на уровне своей цели. Экономика – это весьма сложная система, подверженная непрерывному воздействию разнонаправленных и зачастую плохо предсказуемых факторов (внутренних и внешних), которые могут отклонять как выпуск, так и инфляцию от потенциала и цели соответственно. Так, если под действием каких-либо факторов выпуск в экономике в данный момент находится выше (ниже) потенциального, то это, как правило, влечет за собой ускорение (замедление) инфляции. Инфляция может отклоняться от цели и по причинам, не связанным с колебаниями выпуска (например, из-за изменения внешних условий и обменного курса). Если есть основания считать, что эти изменения могут привести к существенному и устойчивому отклонению инфляции от цели вверх (вниз), центральный банк должен будет установить ключевую ставку выше (ниже) нейтральной, чтобы способствовать возвращению инфляции к цели.

В то же время нейтральная ставка – это величина, которая не может быть непосредственно измерена, а лишь может быть весьма приблизительно оценена на основе других экономических показателей и их динамики. При этом диапазон полученных оценок оказывается очень широким.

Одна группа методов оценки основана на использовании макроэкономических моделей³, 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 требуется наличие длинных (20–30 лет) рядов данных по исследуемой экономике. Причем если на протяжении периода, на основании которого строится оценка нейтральной ставки, экономика сталкивалась со значительными структурными сдвигами, в том числе существенными изменениями в режиме денежно-кредитной политики, разброс получаемых модельных оценок для нейтральной ставки будет весьма широк.

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 и 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. Плюс получаемых такими методами оценок в том, что они оказываются в относительно узком диапазоне.

Таким образом, хотя уровень нейтральной ставки – это весьма важное понятие для макроэкономического анализа в целом и денежно-кредитной политики в частности, эмпирически его определить можно только очень приблизительно. Более того, этот уровень

³ См., например, Holston K., Laubach T., Williams J. *Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants* / NBER Working Paper. № 11. 2016.

не постоянен и меняется по мере изменения структуры экономики, в частности факторов, перечисленных выше, адаптации экономических агентов к режиму таргетирования инфляции.

В то же время есть основания полагать, что нейтральную процентную ставку целесообразно учитывать при принятии решений по денежно-кредитной политике. Долгосрочная нейтральная процентная ставка фигурирует в правиле Тейлора⁴, которое в модифицированном виде нередко используется центральными банками в моделировании для целей денежно-кредитной политики. Правило Тейлора утверждает, что ключевая процентная ставка должна корректироваться при отклонении ожидаемого уровня инфляции от цели и выпуска от своего потенциального значения, в то же время учитывая величину долгосрочной нейтральной процентной ставки.

Большой разброс оценок уровня нейтральной ставки и их неустойчивость являются одним из аргументов критиков использования нейтральной процентной ставки в определении степени жесткости (мягкости) денежно-кредитной политики. Действительно, нейтральная ставка – это удобный инструмент для объяснения решений по денежно-кредитной политике, в том числе широкой публике, однако неопределенность оценок ее уровня даже в развитых странах указывает на высокую цену ошибок такого рода коммуникации.

В большинстве опубликованных за последние годы исследований количественные оценки уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для России близки к интервалу от 1 до 3% (диапазон оценок). Например, Крепцев и др. (2016)⁵ – 1,0–3,2% (различные модели), IMF (2019)⁶ – 1–3% (различные модели), Isakov (2019)⁷ – 1,5–2,5% (различные параметры). Тем не менее указанные оценки характеризуются широкими доверительными интервалами.

В 2017–2019 годах Банк России исходил из оценки долгосрочной реальной нейтральной ставки, находящейся в верхней половине диапазона внешних оценок, то есть в интервале 2–3%. В 2020 году оценка Банком России долгосрочной реальной нейтральной ставки сместилась в нижнюю половину диапазона внешних оценок⁸. В 2021 году оценка Банком России долгосрочной реальной нейтральной ставки не изменилась. Центральная тенденция оценки долгосрочной реальной ставки из опросов FOMC⁹ в июне 2021 года составила около 0,25–0,5%¹⁰, что совпадает с оценкой 2020 года, при этом оценка долгосрочной реальной процентной ставки (в среднем за пять лет через пять лет), заложенная в реальные доходности 5- и 10-летних казначейских облигаций США, с начала года по июнь 2021 года включительно составила в среднем 0,1% (-0,4% в среднем за 2020 год). Равновесная стра-

⁴ В статье 1993 года американский экономист Джон Тейлор (Taylor J.B. «Discretion versus Policy Rules in Practice». *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39» 195–214. 1993.) представил эмпирически выведенное правило для принятия решений по денежно-кредитной политике, которое в дальнейшем стало широко использоваться центральными банками, следующимим режиму инфляционного таргетирования. При этом само название правила Тейлора с тех пор стало нарицательным – в действительности центральные банки применяют широкий набор правил, которые построены по принципу первоначально предложенного Тейлором правила, но не идентичны ему.

⁵ Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России / Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 13. 2016.

⁶ International Monetary Fund. *Russian Federation - Staff Report for the 2019 Article IV Consultation*.

⁷ Isakov A., Latypov R. *The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R* Estimate* / VTB Capital Research Alert, (Very) Technical Brief series. 15 July 2019.

⁸ См. врезки «Нейтральная процентная ставка» в [ОНЕГДКП 2020–2022 гг.](https://cbr.ru/Content/Document/File/112392/on_2020(2021-2022).pdf) ([https://cbr.ru/Content/Document/File/112392/on_2020\(2021-2022\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/112392/on_2020(2021-2022).pdf)) и в [ОНЕГДКП 2021–2023 гг.](https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021(2022-2023).pdf) ([https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021\(2022-2023\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021(2022-2023).pdf)).

⁹ Федеральный комитет по операциям на открытом рынке ФРС США.

¹⁰ При ожидаемой инфляции (PCE) 2% на долгосрочном горизонте.

новая риск-премия для России, по оценкам Банка России, по-прежнему находится в диапазоне 100–150 базисных пунктов. Таким образом, долгосрочная нейтральная процентная ставка, как и в 2020 году, оценивается на уровне 1–2% годовых (что соответствует нейтральной процентной ставке 5–6% годовых при целевом значении годовой инфляции 4%).

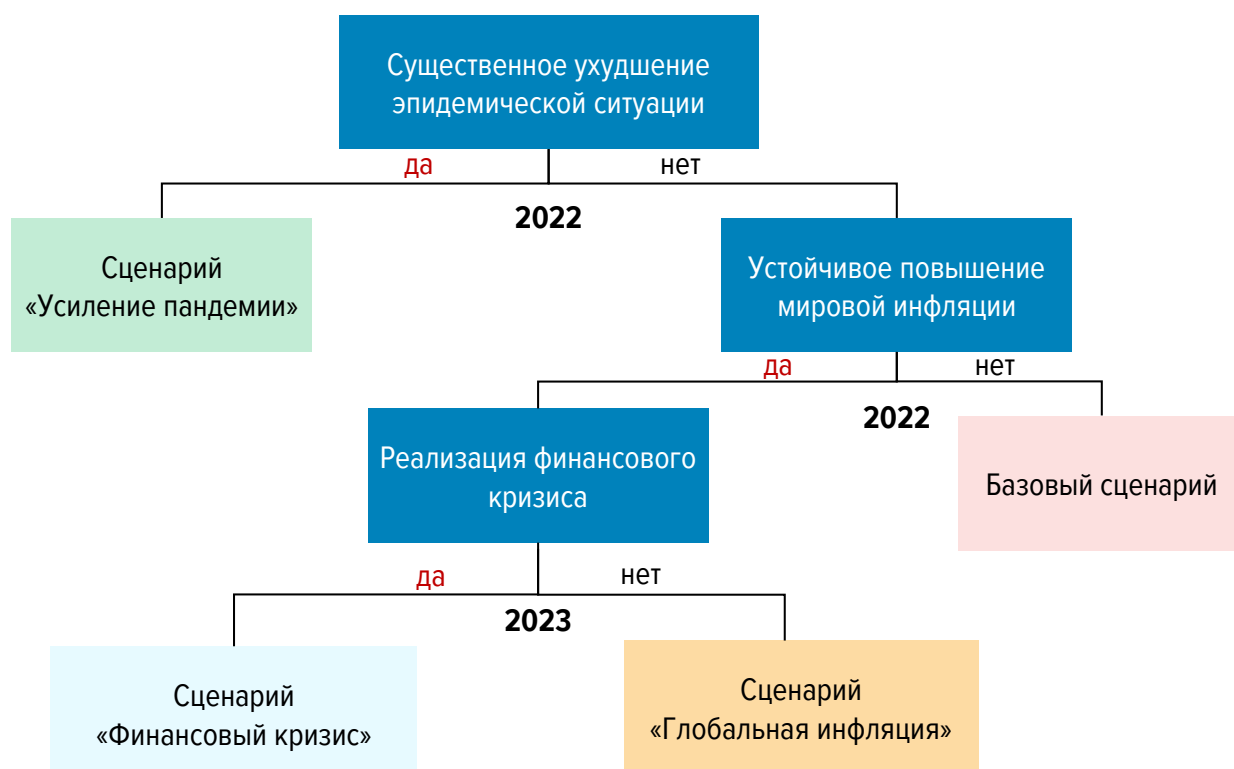
2. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2021–2024 ГОДАХ

Мировая экономика уже второй год подряд функционирует в режиме пандемии, объявленном ВОЗ 11 марта 2020 года на фоне стремительного распространения коронавирусной инфекции COVID-19. Беспрецедентные по масштабам меры бюджетной поддержки в совокупности с существенным смягчением денежно-кредитной политики позволили экономикам быстро преодолеть наиболее острую фазу кризиса, вызванного COVID-19 и сопутствующими ограничениями экономической деятельности, и запустить активные процессы восстановления. Большинство крупных экономик мира, включая Россию, уже вернулись или до конца 2021 года вернуться на допандемический уровень, хотя в отдельных отраслях восстановление продолжится и в последующие годы.

Согласно **базовому сценарию** Банка России, в 2021 году мировая и российская экономики будут расти в условиях постепенного улучшения эпидемической ситуации на фоне достижения целей по вакцинации населения, поставленных странами, и отсутствия новых опасных штаммов коронавируса, ставящих под сомнение эффективность действующих вакцин. Темп роста мировой экономики к концу 2021 года станет превышать потенциальный, и в конце 2022 года развитые страны перейдут к нормализации денежно-кредитной политики. Российская экономика после активного вос-

БЛОК-СХЕМА СЦЕНАРНЫХ ВАРИАНТОВ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Рис. 2.1



ОСНОВНЫЕ ВНЕШНИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ

Табл. 2.1

	2021	2022	2023	2024
ВВП, мир, % г/г				
базовый	6,1	4,7	3,2	3,3
усиление пандемии	6,1	3,2	4,2	3,5
глобальная инфляция	6,1	4,8	3,0	2,8
финансовый кризис	6,1	4,8	1,1	3,7
Инфляция, США, Core PCE, % г/г				
базовый	3,4	2,4	2,3	2,2
усиление пандемии	3,4	2,0	2,2	2,2
глобальная инфляция	3,4	3,1	2,6	2,2
финансовый кризис	3,4	3,1	1,6	1,8
Инфляция, еврозона, % г/г				
базовый	1,7	1,2	1,4	1,6
усиление пандемии	1,7	0,8	1,2	1,5
глобальная инфляция	1,7	1,7	1,7	1,7
финансовый кризис	1,7	1,7	0,9	1,1
Ставка, ФРС США, верхняя граница диапазона, %, в среднем за год				
базовый	0,25	0,32	0,77	1,26
усиление пандемии	0,25	0,25	0,25	0,25
глобальная инфляция	0,25	1,00	3,00	4,25
финансовый кризис	0,25	1,00	0,44	0,25
Ставка, ЕЦБ, депозитная, %, в среднем за год				
базовый	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
усиление пандемии	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
глобальная инфляция	-0,50	-0,50	-0,43	-0,23
финансовый кризис	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Нефть Urals, долл. США/барр., среднее за период				
базовый	65	60	55	50
усиление пандемии	65	45	50	50
глобальная инфляция	65	75	70	60
финансовый кризис	65	75	40	45

Источник: Банк России.

становительного роста в 2021 году в 2022 году вернется к потенциальному темпу роста и останется на нем до конца прогнозного горизонта.

В то же время неопределенность дальнейшей траектории пандемии все еще сохраняется. К тому же в мировой экономике обозначился ряд дополнительных рисков, реализация которых может существенно осложнить перспективы дальнейшего развития, в том числе для российской экономики. Исходя из возможной реализации тех или иных событий на среднесрочном горизонте, Банк России представляет три альтернативных сценария развития российской экономики в дополнение к базовому (см. рис. 2.1 «Блок-схема сценарных вариантов макроэкономического прогноза Банка России»).

Во-первых, возможно существенное ухудшение эпидемической ситуации в мире – главным образом из-за появления новых штаммов коронавируса, устойчивых к вакцинам. Этот вариант рассматривается в рамках сценария «Усиление пандемии».

Во-вторых, даже если эпидемическая ситуация будет развиваться благоприятным образом и распространение вируса значительно сократится, то существенно ухудшить экономическую ситуацию могут накопившиеся за период пандемии проблемы. Так, если рост мировой инфляции, наблюдаемый на текущий момент, станет устойчи-

вым и будет вызывать дальнейшее повышение инфляционных ожиданий, то развитые страны могут начать более раннюю нормализацию денежно-кредитной политики, чем ожидается в настоящий момент. Повышение ставок в развитых странах раньше срока, ожидаемого в базовом сценарии, рассматривается в рамках сценария «Глобальная инфляция».

В-третьих, в случае если активная нормализация денежно-кредитной политики развитых стран будет сопровождаться неустойчивой динамикой финансовых рынков, а процессы активного восстановления к тому моменту сформируют «пузыри» в ценах активов, то существенное повышение ставок может повлечь за собой резкое ухудшение настроений инвесторов и последующее обострение долговых проблем по всему миру. В итоге в 2023 году мировая экономика может столкнуться с глобальным финансовым кризисом, сопоставимым по масштабам с кризисом 2008–2009 годов. Такой вариант развития событий рассматривается в рамках сценария «Финансовый кризис».

2.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ¹

Восстановление мировой экономики продолжается, несмотря на новые всплески пандемии. Опубликованная статистика и опережающие индикаторы мировой экономической активности продолжают свидетельствовать об уверенной восходящей динамике – индексы PMI Composite как по группам, так и по отдельным странам в основном находятся на отметке выше 50 пунктов с марта 2021 года.

В то же время влияние противоэпидемических ограничений продолжает проявляться в сохраняющихся нарушениях в цепочках поставок, которые усилились за первое полугодие 2021 года. Индексы, отражающие стоимость контейнерных перевозок, продолжают расти, и за период с апреля по июль достигли очередных максимальных значений за последние несколько лет. Цены на мировых товарных рынках также находятся на повышенных уровнях, близких к 5–10-летним максимумам. Как следствие, быстрое восстановление мировой экономики сопровождается существенным ускорением роста цен – значения годовой инфляции в большинстве развитых стран и в СФР близки к своим максимальным уровням с 2006 года.

В базовом сценарии Банка России предполагается, что текущее инфляционное давление, наблюдаемое в зарубежных экономиках, во многом обусловлено временными факторами, влияние которых заметно уменьшится к концу 2021 года. В условиях продолжающейся вакцинации населения в мире и действенности вакцин против существующих и появляющихся штаммов активное восстановление мировой экономики продолжится. Уже во второй половине 2021 года темп роста мировой экономики превысит потенциальный, и в 2022 году разрыв внешнего выпуска будет находиться в устойчивой положительной области. В результате к концу 2022 года развитые страны перейдут к нормализации денежно-кредитной политики (прежде всего США).

Учитывая динамику рынка и обновленные договоренности в рамках ОПЕК+, в базовом сценарии Банк России предполагает, что средняя цена на нефть составит 65 долл. США за баррель в 2021 году, но будет постепенно снижаться в дальнейшем, по мере расширения квот в рамках соглашения ОПЕК+ и перехода рынка к профициту, в том

¹ См. [Доклад о денежно-кредитной политике. №3. Июль 2021 года](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/35520/2021_03_ddcp.pdf) (http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/35520/2021_03_ddcp.pdf).

числе вследствие расширения предложения нефти со стороны участников рынка вне сделки ОПЕК+.

Российская экономика уверенно растет, и в II квартале 2021 года она достигла докризисного уровня. В 2021 году движущей силой восстановительного роста стал внутренний спрос – по оценкам Банка России, уже к июлю потребительская активность превысила допандемический уровень, индикаторы инвестиционной активности ускоряются с начала года. Несмотря на сохранение и в некоторых случаях усиление ограничительных мер, продолжается активное восстановление сектора услуг. Внешний спрос также оказывает заметную поддержку динамике российской экономики в 2021 году.

Бюджетная политика, в том числе объявленные дополнительные социальные и инфраструктурные меры поддержки, способствовали восстановлению внутреннего спроса в первой половине 2021 года. В базовом сценарии Банка России предполагается, что Минфин России будет следовать стратегии по нормализации бюджетной политики, обозначенной в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов и предполагающей возвращение к параметрам бюджетного правила в 2022 году. Согласно базовому сценарию Банка России, на прогнозном горизонте бюджетная политика останется в границах инфляционной нейтральности. Вместе с тем возможность инвестирования ликвидной части Фонда национального благосостояния (ФНБ) сверх порогового уровня 7% ВВП остается одним из проинфляционных рисков базового сценария на среднесрочном горизонте (см. врезку 3 [«Бюджетная политика в 2021–2024 годах»](#))².

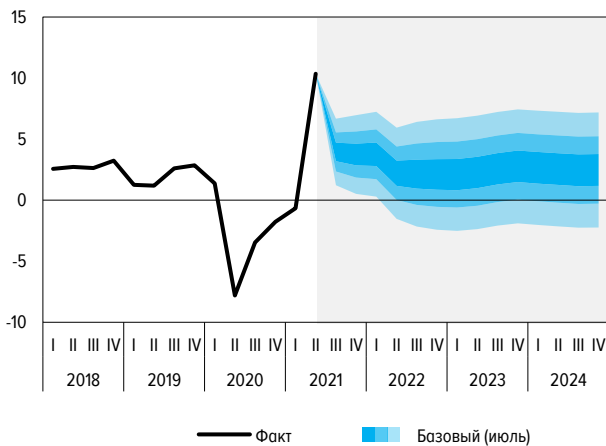
Согласно базовому сценарию Банка России, темп прироста ВВП в 2021 году составит 4,0–4,5% и с 2022 года стабилизируется на траектории сбалансированного роста в диапазоне 2–3%. Потребительская активность после стремительной восстановительной динамики на фоне реализации отложенного спроса в первой половине 2021 года в дальнейшем замедлится по мере постепенного расширения возможностей для зарубежных поездок, замедления роста кредитования, а также нормализации бюджетной политики. Кроме того, начнет проявляться эффект ужесточения денежно-кредитных условий вследствие уже принятых в 2021 году решений по повышению ключевой ставки. Инвестиционная активность после восстановительного роста 2021 года в дальнейшем также вернется к традиционному уровню по мере стабилизации темпов роста мировой и российской экономики, подстройки производственных и логистических мощностей.

В II квартале текущие показатели устойчивой ценовой динамики в аннуализированном выражении заметно превышали 4%. Основным проинфляционным фактором выступало повышение спроса, в ряде сегментов рынка опережавшее возможности расширения предложения. Спрос на труд в первые пять месяцев года находился на максимальных за последние несколько лет уровнях, рост реальной заработной платы – вблизи максимумов последних пяти лет.

Одновременно продолжался рост инфляционных ожиданий. Согласно обследованию ООО «инФОМ», инфляционные ожидания населения в июле достигли максималь-

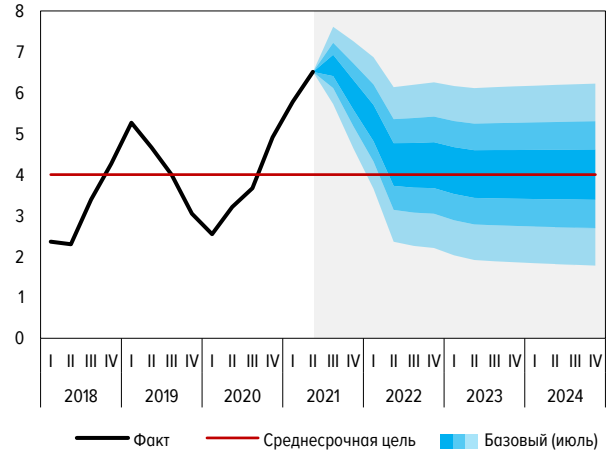
² Параметры базового и альтернативных сценариев Банка России могут быть уточнены в итоговой версии Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов после утверждения планов по инвестированию средств ФНБ.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



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 базового 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 (рис. 2.3)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



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 базового 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.

ных уровней с 2016 года. При этом до минимальных с 2015 года уровней снизилась доля респондентов, считающих целесообразным сбережение средств для крупных покупок в будущем.

Ценовые ожидания предприятий, согласно мониторингу предприятий Банка России, оставались на максимальных с 2017 года уровнях. В мае-июне доля предприятий, отмечающих рост издержек в качестве основной причины роста ценовых ожиданий, достигла максимальных значений за 12 лет (см. Приложение 5 «[Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов](#)»).

Согласно базовому сценарию Банка России, во второй половине 2021 года инфляция начнет постепенно замедляться по мере исчерпания влияния временных факторов, сокращения возможностей предприятий по переносу возросших издержек в цены и действия принятых решений по денежно-кредитной политике, купирующих вторичные эффекты инфляционных ожиданий³. Дополнительное воздействие на снижение годовой инфляции окажет высокая база конца 2020 года. По итогам 2021 года Банк России ожидает инфляцию в диапазоне 5,7–6,2%.

Принятые решения по ключевой ставке, не препятствуя устойчивому росту российской экономики, позволят вернуть годовую инфляцию к значениям в диапазоне 4,0–4,5% в 2022 году. В 2023 году и в дальнейшем при развитии ситуации в соответ-

³ Вторичные эффекты инфляционных ожиданий – явление, связанное с влиянием инфляционных ожиданий на финансовое поведение населения и ценовую политику предприятий. В случае если население и предприятия устойчиво ожидают роста цен, то домохозяйства стремятся тратить имеющиеся средства в ущерб сбережениям, работники на предприятиях требуют повышения заработной платы, а предприятия повышают цены на свою продукцию. В результате темп роста цен продолжает ускоряться, усиливая дальнейший рост инфляционных ожиданий. Поэтому одна из важнейших задач центрального банка состоит в стабилизации инфляционных ожиданий и предотвращении формирования инфляционной спирали.

ствии с базовым сценарием, а также по мере возвращения бюджетной политики к параметрам бюджетного правила денежно-кредитная политика будет способствовать поддержанию инфляции вблизи 4%.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 2.2

	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	5,7 – 6,2	4,0 – 4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,0 – 6,2	4,1 – 4,9	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,1	5,5 – 5,8*	6,0 – 7,0	5,0 – 6,0	5,0 – 6,0
Валовой внутренний продукт	-3,0	4,0 – 4,5	2,0 – 3,0	2,0 – 3,0	2,0 – 3,0
Расходы на конечное потребление	-5,2	7,2 – 8,2	1,2 – 2,2	1,7 – 2,7	1,9 – 2,9
– домашних хозяйств	-8,6	10,1 – 11,1	1,2 – 2,2	1,9 – 2,9	2,1 – 3,1
Валовое накопление	-2,0	3,5 – 5,5	1,2 – 3,2	2,7 – 4,7	2,4 – 4,4
– основного капитала	-4,3	2,6 – 4,6	2,0 – 4,0	2,0 – 4,0	2,1 – 4,1
Экспорт	-4,3	2,6 – 4,6	5,0 – 7,0	1,1 – 3,1	1,2 – 3,2
Импорт	-12,0	14,1 – 16,1	2,2 – 4,2	1,8 – 3,8	1,6 – 3,6
Денежно-кредитные показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Денежная масса в национальном определении	13,5	11 – 15	9 – 13	7 – 11	6 – 10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	10,9	11 – 15	9 – 13	7 – 11	7 – 11
– к организациям	10,2	9 – 13	8 – 12	6 – 10	7 – 11
– к населению, в том числе:	12,9	18 – 22	12 – 16	10 – 14	7 – 11
– ипотечные жилищные кредиты***	21,6	20 – 24	14 – 18	14 – 18	12 – 16
Показатели платежного баланса**** (млрд долл. США, если не указано иное)					
Счет текущих операций	36	88	76	47	29
Торговый баланс	94	151	166	141	126
Экспорт	333	452	460	440	434
Импорт	240	301	295	300	308
Баланс услуг	-17	-18	-34	-37	-40
Экспорт	47	52	58	63	68
Импорт	64	70	92	100	108
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-44	-56	-57	-58
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	36	88	76	47	29
Финансовый счет (кроме резервных активов)	53	50	29	18	11
Сектор государственного управления и центральный банк	-1	-1	-6	-7	-9
Частный сектор	54	50	35	25	20
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	-14	38	46	29	17
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	65	60	55	50

* 6,5–7,1 – остаток на конец года (факт с 01.01.2021 по 25.07.2021 – 4,7%).

** 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.

*** Без учета приобретенных банками прав требования по ипотечным жилищным кредитам.

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

Источник: Банк России.

2.2. АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ СЦЕНАРИИ

СЦЕНАРИЙ «УСИЛЕНИЕ ПАНДЕМИИ»

Несмотря на прогресс с вакцинацией населения в развитых странах, некоторые СФР все еще испытывают значительные трудности с ее проведением. Тем не менее противоэпидемические ограничения в мире – социальное дистанцирование, обязательное ношение масок, минимизация числа участников массовых мероприятий – постепенно ослабляются, возвращаются трансграничные передвижения. Как отмечают эпидемиологи, при отсутствии популяционного иммунитета контакт с вирусом одно временно вакцинированного и невакцинированного населения на продолжительном временном горизонте создает благоприятную среду для появления мутаций вируса, устойчивых к существующим вакцинам. Поэтому все еще остается возможным повторение ситуации 2020 года – стремительное распространение вируса, фактическое отсутствие вакцин, жесткие противоэпидемические ограничения. В сценарии предполагается, что существенное ухудшение эпидемической ситуации может произойти уже в I квартале 2022 года.

Повсеместное ограничение экономической активности приведет к резкому снижению цены на нефть, до 45 долл. США за баррель в 2022 году в среднем. Страны ОПЕК+ введут дополнительные ограничения добычи, но меньшего объема, чем в 2020 году, – и в 2023 году средняя цена вырастет до 50 долл. США за баррель в среднем, оставаясь ниже базового сценария. В дальнейшем рост цен будет ограничен из-за слабого восстановления спроса и расширения предложения нефти участниками рынка, в том числе вне ОПЕК+.

Спрос и цены на другие товары российского экспорта также снизятся. В результате стоимостный объем экспорта в 2022 году будет заметно ниже, чем в базовом сценарии. Стоимостный объем импорта в 2022 году будет также ниже ожидаемого в базовом сценарии во многом из-за более низкого импорта услуг. Постепенное восстановление мировой экономики и ослабление противоэпидемических ограничений будут способствовать сокращению отставания стоимостных объемов экспорта и импорта от базового сценария, но даже в конце прогнозного горизонта значения основных статей счета текущих операций в сценарии «Усиление пандемии» будут ниже значений базового.

Спад в российской экономике будет несколько меньше, чем в 2020 году, поскольку и система здравоохранения, и экономика в целом уже накопили опыт работы в условиях пандемии. Адаптация к заметному ужесточению противоэпидемических ограничений пройдет быстрее. Темпы восстановления экономики в целом будут схожи с 2020 годом, и по итогам 2022 года темп прироста ВВП будет близким к нулю. В 2023 году на фоне активных процессов восстановления темп прироста ВВП ускорится до 3,5–4,5%, но к концу прогнозного горизонта вернется к значениям, близким к потенциальным. При этом до конца прогнозного горизонта в этом сценарии экономика не достигнет уровней, ожидаемых в базовом сценарии.

Бюджетная политика, как и в 2020 году, поддержит внутренний спрос, однако если в номинальных величинах бюджетные расходы будут сопоставимы с 2020 годом, то в процентном отношении к ВВП их значения будут ниже. Тем не менее реализация

дополнительных антикризисных мер повлияет на траекторию нормализации бюджетной политики – относительно базового сценария нормализация начнется на год позже, и возвращение к параметрам бюджетного правила произойдет в 2023 году.

Потребление домохозяйств на фоне введения жестких противоэпидемических ограничений вновь резко снизится. Но снижение будет меньшим, а динамика восстановления потребительской активности будет более плавной, чем в 2020 году. Во-первых, менее значимым будет эффект отложенного и перераспределенного спроса. В отличие от 2020 года фактор закрытия международных границ будет оказывать существенно меньшее влияние на потребительское поведение – за время пандемии произошло перераспределение плановых расходов домохозяйств, и объем отложенных средств на международные путешествия заметно сократился. При этом возможности регулярного использования различных онлайн-сервисов расширились, позволяя сохранить наиболее значимые позиции потребления в период ужесточения ограничений и планомерно нарастить его до прежнего уровня в дальнейшем. Во-вторых, отработанный режим удаленной работы позволит сохранить доход многим категориям работников, которые в 2020 году были вынуждены уйти в неоплачиваемый отпуск или лишились работы. Кроме того, повлияет и меньший размер бюджетного стимула. В результате действия этих факторов норма сбережений в 2022 году будет подвержена гораздо меньшим колебаниям в периоды кризиса и восстановления и, как следствие, потребительская активность будет более сдержанной.

Инвестиции, как и в 2020 году, сократятся меньше потребительских расходов в силу большей инерционности инвестиционных планов, и темпы их восстановления будут близкими к 2020 году. В результате более плавная динамика восстановления физических объемов импорта в 2022 году будет обусловлена динамикой потребительской активности населения. Темпы прироста физических объемов экспорта в 2022 году будут отражать общемировое ужесточение противоэпидемических ограничений, сокращение мирового спроса и более сдержанное восстановление в дальнейшем.

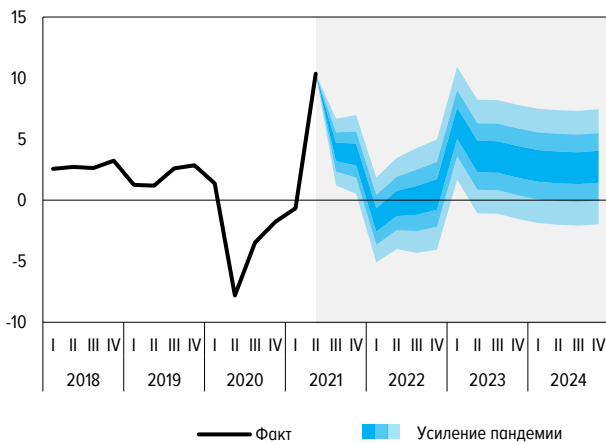
Повышение общей неопределенности, замедление мировой экономической активности и сокращение внутреннего спроса в период наиболее сильного ужесточения противоэпидемических ограничений вызовут заметное дезинфляционное влияние.

Денежно-кредитная политика в первой половине 2022 года будет смягчаться, реагируя на резкое падение спроса и замедление темпов роста цен. Во второй половине 2022 года экономика может перейти к восстановлению. Также будут играть роль инфляционные ожидания, начальная точка которых будет выше, чем перед кризисом в 2020 году. Несмотря на некоторое снижение в первое время из-за подавленного спроса на фоне ужесточения противоэпидемических ограничений, инфляционные ожидания могут начать активно расти, как только ограничения начнут ослабляться. Поэтому для удержания темпов роста цен вблизи целевого уровня и предотвращения вторичных эффектов инфляционных ожиданий Банку России может потребоваться нормализация денежно-кредитной политики. При этом среднее значение ключевой ставки в 2022 году будет ниже, чем в базовом сценарии, из-за смягчения денежно-кредитной политики в начале 2022 года.

Таким образом, денежно-кредитные условия в 2022 году будут более мягкими, чем в базовом сценарии, что позволит поддерживать сбалансированный рост кредитования. В то же время по сравнению с 2020 годом смягчение будет менее выражен-

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

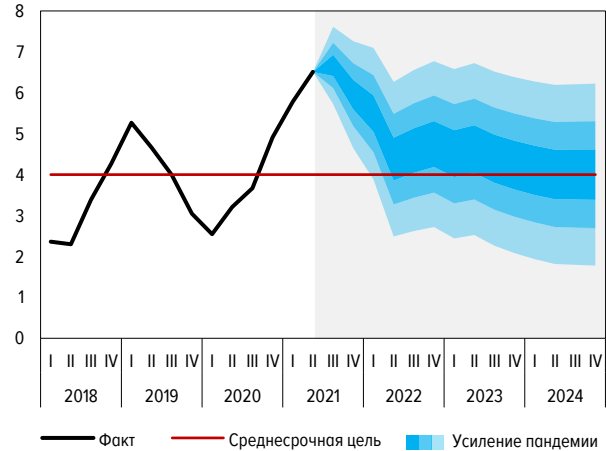
Рис. 2.4



Примечание: затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки 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 ПАНДЕМИИ»
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 2.5



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.

ным. Рост неопределенности снизит спрос на новые кредиты, поэтому темпы прироста кредитования как в корпоративном, так и в розничном сегменте кредитного рынка в 2022 году будут ниже, чем в базовом сценарии.

В дальнейшем под воздействием нормализации денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к 4%, уровень ставки – в нейтральный диапазон, а темпы прироста кредитования экономики – на траекторию базового сценария.

СЦЕНАРИЙ «ГЛОБАЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ»

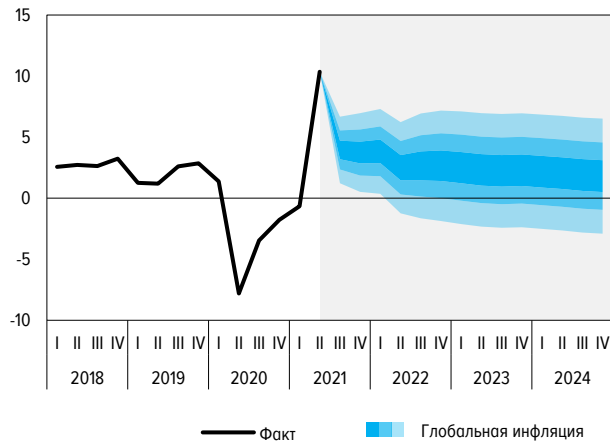
Резкое замедление экономической активности во время пандемии COVID-19 в 2020 году и последующее быстрое восстановление экономик при сохраняющихся трансграничных ограничениях и перебоях в цепочках поставок привели к существенному превышению спроса над возможностями расширения предложения по отдельным категориям товаров. В результате инфляционное давление во всем мире заметно выросло. На сегодняшний день предполагается, что инфляция в развитых странах носит временный характер. Однако факторы, способствующие ускоренному росту цен, могут оказаться более устойчивыми, чем это оценивается на данный момент.

В то же время в этом сценарии предполагается, что формирующиеся дисбалансы на рынках отдельных активов самоустроятся по мере возвращения мировой экономики к допандемической траектории.

Повышенное инфляционное давление и дальнейший рост инфляционных ожиданий приведут к более ранней нормализации денежно-кредитной политики центральными банками ряда развитых стран, чем это ожидается в базовом сценарии. В частности, ФРС США может перейти к повышению ставки по федеральным фондам уже в II квар-

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

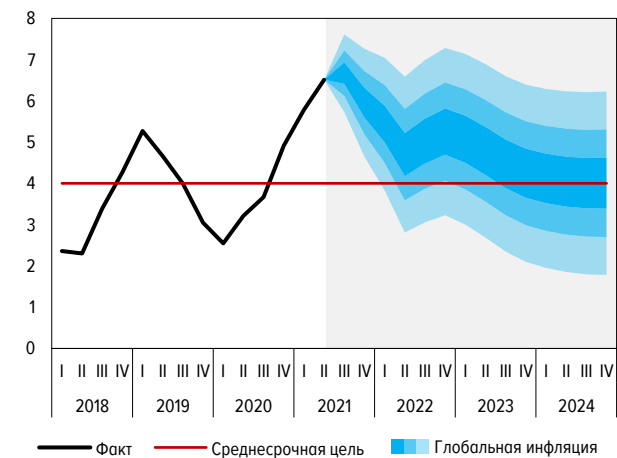
Рис. 2.6



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 СЦЕНАРИИ «ГЛОБАЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ»
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 2.7



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.

тале 2022 года. Во второй половине прогнозного горизонта продолжающееся последовательное повышение ставки ФРС США будет означать переход от нормализации в область ужесточения денежно-кредитной политики.

Если цены на товарных рынках продолжат расти, цена на нефть может достигнуть 75 долл. США за баррель в 2022 году в среднем. Нормализация денежно-кредитной политики развитых стран приведет к охлаждению темпов роста зарубежной экономики и сокращению внешнего спроса. Цена на нефть начнет снижаться, оставаясь при этом выше уровней базового сценария на всем прогнозном горизонте.

Российская экономика продолжит расти ускоренными темпами в 2022 году, поддерживаемая ростом спроса на товары российского экспорта. По итогам года темпы прироста ВВП составят 2,4–3,4%. Последующее снижение внешнего спроса в совокупности приведет к снижению темпов прироста российского ВВП до 1,8–2,8% в 2023 году. К концу прогнозного горизонта темпы прироста ВВП вернуться к потенциальным. При этом уровень выпуска российской экономики будет несколько выше уровня базового сценария в 2022–2023 годах и несколько ниже – к концу прогнозного горизонта.

Устойчивое повышение цен на биржевые товары приведет к заметному росту издержек российских предприятий и вызовет рост их инфляционных ожиданий. В условиях более быстрого по сравнению с базовым сценарием роста спроса у предприятий останутся широкие возможности по переносу издержек в конечные цены. В результате ускорится рост потребительских цен и инфляционные ожидания населения существенно вырастут. Банку России в 2022–2023 годах придется проводить более жесткую денежно-кредитную политику по сравнению с базовым сценарием, в том числе вследствие более жесткой денежно-кредитной политики развитых стран. Воз-

вращение ключевой ставки в нейтральный диапазон произойдет только в 2024 году по мере возвращения инфляции к значениям вблизи 4%.

В результате в сценарии «Глобальная инфляция» денежно-кредитные условия на всем прогнозном горизонте будут более жесткими, чем в базовом сценарии. Темпы прироста кредитования домашних хозяйств по итогам 2022 года сформируются на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием вследствие ускоренного роста спроса населения на товары длительного пользования на фоне ожиданий будущего ускорения инфляции. Темпы прироста кредитования организаций по итогам 2022 года несколько снизятся по сравнению с базовым сценарием в силу повышения неопределенности в экономике и снижения готовности предприятий осуществлять инвестиции. В 2023–2024 годах темпы прироста кредитования домашних хозяйств вернуться к темпам прироста базового сценария, а темпы прироста кредитования организаций, наоборот, сложатся на более высоком уровне вследствие снижения неопределенности на финансовых рынках и в экономике в целом, а также роста номинального ВВП.

СЦЕНАРИЙ «ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС»

Основное отличие сценария «Финансовый кризис» от сценария «Глобальная инфляция» заключается в том, что накопленные дисбалансы на рынках активов продолжат расти, а не самоустроятся по мере восстановления мировой экономики. При этом участники финансовых рынков будут ожидать лишь умеренную нормализацию денежно-кредитной политики развитых стран, и каждый следующий шаг повышения ставок будет вызывать все большее беспокойство инвесторов. Поэтому в этом сценарии экономические процессы в 2022 году идентичны сценарию «Глобальная инфляция», и значимое отличие появляется лишь с I квартала 2023 года.

В период, прошедший после кризиса 2008–2009 годов, в мировой экономике сформировалось значительное число дисбалансов. Один из наиболее заметных – накопление долгов государствами и компаниями со слабыми показателями финансовой устойчивости. В 2020 году мировой экономике удалось избежать связанного с этими проблемами финансового кризиса во многом благодаря своевременно принятым мерам – предоставлению долларовой ликвидности со стороны ФРС США (своп-линии с центральными банками СФР и так далее), предоставлению помощи со стороны международных организаций (МВФ, Всемирный банк и другие). Это стало возможным в значительной степени из-за того, что пандемия коснулась всех, все международное сообщество было заинтересовано в предотвращении дополнительного осложнения экономической ситуации.

При этом данные показывают, что в 2020 году долговая нагрузка мировой экономики существенно выросла. По [данным Института международных финансов](#), объем глобального долга в 2020 году вырос на 24 трлн долл. США, а отношение глобального долга к глобальному ВВП выросло на 35 п.п. (до 355% ВВП), в то время как в 2008 и 2009 годах отношение долга к ВВП выросло лишь на 10 и 15 п.п. соответственно. Глобальный государственный долг вырос с 88% ВВП в 2019 году до 105% ВВП в 2020 году. Долг нефинансовых корпораций за год вырос меньше – на 8 п.п., но также достиг 100% ВВП.

На волне постковидного восстановления и сохраняющихся низких ставок глобальный долг продолжает расти. Весьма заметно растет «спекулятивный» сегмент корпоративного долга. Так, например, по [данным Ассоциации индустрии ценных бумаг США](#), за 7 месяцев 2021 года объем размещений корпоративных долговых бумаг спекулятивного сегмента вырос на 41% относительно аналогичного периода 2020 года и в два раза – относительно аналогичного периода 2019 года. На финансовых рынках Европы и Азии размещения корпоративных бумаг спекулятивного сегмента также происходят на повышенных уровнях.

Таким образом, если настроения на финансовых рынках будут достаточно волатильными в 2022 году, а наблюдаемые процессы на финансовых рынках окажутся «пузырями», то быстрое и существенное ужесточение денежно-кредитной политики США может привести к росту обеспокоенности инвесторов относительно перспектив возврата вложенных средств. В результате 2023 год может начаться с массовых продаж рискованных активов на финансовом рынке и обострения долговых проблем в СФР, особенно в тех, которые накопили значительные долги в иностранной валюте. При этом страны не будут иметь той поддержки со стороны международных контрагентов, которую они получили в 2020 году. Как следствие, риск-премии СФР существенно вырастут, наиболее закредитованные страны столкнутся с проблемами в обслуживании задолженности, и в I квартале 2023 года в мировой экономике начнется масштабный финансовый кризис – сопоставимый с кризисом 2008–2009 годов, с длительным периодом неопределенности и затяжным восстановлением.

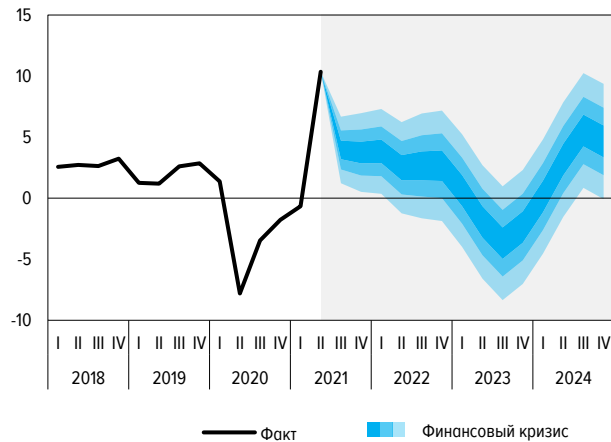
Замедление экономической активности на фоне финансового кризиса приведет к падению спроса и снижению цены на нефть до 40 долл. США за баррель в 2023 году в среднем. К 2024 году цена на нефть вырастет до 45 долл. США за баррель в среднем в результате введения дополнительных ограничений на добычу ОПЕК+ и постепенного восстановления спроса.

Финансовый кризис приведет к спаду российской экономики в 2023 году на 1,4–2,4%. Восстановление будет затяжным и растянется на несколько кварталов, однако уже к 2024 году темпы прироста российской экономики достигнут 3,0–4,0%. В то же время возвращение на уровень 2022 года произойдет только к концу прогнозного горизонта. При этом отклонение от уровня базового сценария останется существенным и заметно большим, чем в сценарии «Усиление пандемии».

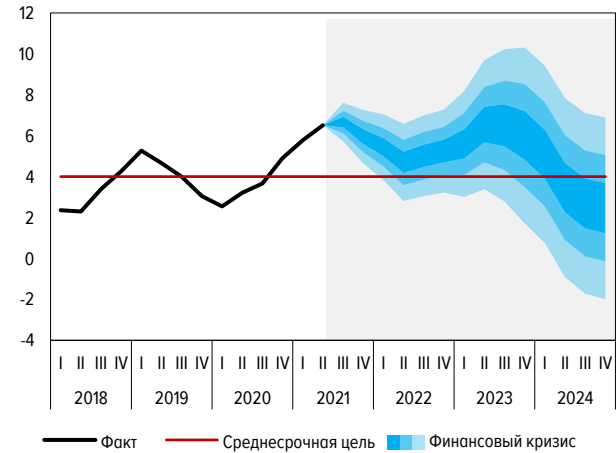
Бюджетная политика после возвращения к параметрам бюджетного правила в 2022 году (аналогично базовому сценарию) в 2023 году вновь станет более мягкой, поддерживая экономику пакетом антикризисных мер, часть из которых будут действовать и в 2024 году. При этом превышение расходов над бюджетным правилом в процентном отношении к ВВП будет больше, чем в 2020 году. Нормализация бюджетной политики начнется в 2024 году, а полное возвращение к параметрам бюджетного правила – за пределами прогнозного горизонта.

Меры бюджетного стимулирования поддержат внутренний спрос, тем не менее спад потребительских и инвестиционных расходов в 2023 году будет существенным. В этом сценарии предполагается, что финансовый кризис, как и в 2008 году, приведет к снижению инвестиционных расходов в гораздо большей степени, чем потребительских. Постепенное восстановление доходов и снижение неопределенности будут способствовать росту внутреннего спроса, однако даже ускоренные темпы роста

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС» (рис. 2.8)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС» (рис. 2.9)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



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.

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.

в 2024 году будут недостаточными для возвращения как потребления, так и инвестиций на траекторию базового сценария.

В этом сценарии резкое начало финансового кризиса и сопутствующее ослабление рубля приведут не только к повышенному инфляционному давлению, но и к существенному росту рисков для финансовой стабильности. Для их демпфирования Банк России будет вынужден в начале года ужесточить денежно-кредитную политику еще сильнее, чем в сценарии «Глобальная инфляция». Однако уже во второй половине 2023 года, оставаясь все еще высоким, рост цен замедлится, позволяя Банку России перейти к активному смягчению денежно-кредитной политики для поддержки экономики. Тем не менее общее ужесточение денежно-кредитных условий по итогам 2023 года в совокупности с сокращением доходов и ростом неопределенности вызовет существенное падение темпов роста кредитования экономики.

По сравнению с траекторией нормализации денежно-кредитной политики в сценарии «Глобальная инфляция» нормализация в сценарии «Финансовый кризис» будет более быстрой, с последующим переходом в область мягкой денежно-кредитной политики.

Несмотря на исторически минимальные значения ставок, медленное восстановление спроса и некоторое укрепление рубля в этом сценарии приведут к 2024 году к замедлению инфляции до уровня несколько ниже целевого.

Темпы кредитования населения несколько ускорятся под действием мер денежно-кредитной и бюджетной политики, но останутся при этом заметно ниже темпов прироста базового сценария даже в конце прогнозного горизонта. Темпы прироста кредитования организаций останутся сдержанными до конца прогнозного горизонта в силу более глубокого спада в инвестиционных расходах и более длительного со-

хранения банками дополнительных требований, введенных во время кризиса, в отношении корпоративных заемщиков.

В дальнейшем, но уже за границами прогнозного горизонта, под действием принятых решений по денежно-кредитной политике и по мере восстановления экономики инфляция вернется к значениям вблизи 4%, а темпы прироста кредитования экономики – на траекторию базового сценария.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «УСИЛЕНИЕ ПАНДЕМИИ»

Табл. 2.3

	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	5,7–6,2	4,5–5,0	4,0–4,5	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,0–6,2	4,4–5,2	4,2–4,6	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,1	5,5–5,8*	5,0–6,0	5,3–6,3	5,0–6,0
Валовой внутренний продукт	-3,0	4,0–4,5	-(0,8)–0,2	3,5–4,5	2,2–3,2
Расходы на конечное потребление	-5,2	7,2–8,2	-(1,3–2,3)	3,7–4,7	2,4–3,4
– домашних хозяйств	-8,6	10,1–11,1	-(2,6–3,6)	4,6–5,6	2,8–3,8
Валовое накопление	-2,0	3,5–5,5	-(1,6–3,6)	4,7–6,7	2,9–4,9
– основного капитала	-4,3	2,6–4,6	0,0–2,0	2,6–4,6	2,6–4,6
Экспорт	-4,3	2,6–4,6	0,2–2,2	3,0–5,0	2,1–4,1
Импорт	-12,0	14,1–16,1	-(5,3–7,3)	5,9–7,9	3,8–5,8
Денежно-кредитные показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Денежная масса в национальном определении	13,5	11–15	9–13	7–11	6–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	10,9	11–15	8–12	7–11	7–11
– к организациям	10,2	9–13	7–11	6–10	7–11
– к населению, в том числе:	12,9	18–22	11–15	10–14	7–11
– ипотечные жилищные кредиты***	21,6	20–24	14–18	14–18	12–16
Показатели платежного баланса**** (млрд долл. США, если не указано иное)					
Счет текущих операций	36	88	54	40	26
Торговый баланс	94	151	114	112	110
Экспорт	333	452	380	405	417
Импорт	240	301	266	293	308
Баланс услуг	-17	-18	-18	-18	-26
Экспорт	47	52	49	58	66
Импорт	64	70	68	76	92
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-44	-42	-54	-58
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	36	88	54	40	26
Финансовый счет (кроме резервных активов)	53	50	53	28	11
Сектор государственного управления и центральный банк	-1	-1	-1	-7	-8
Частный сектор	54	50	55	35	20
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	-14	38	1	12	15
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	65	45	50	50

* 6,5–7,1 – остаток на конец года (факт с 01.01.2021 по 25.07.2021 – 4,7%).

** 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.

*** Без учета приобретенных банками прав требования по ипотечным жилищным кредитам.

**** В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

Источник: Банк России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ГЛОБАЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ»

Табл. 2.4

	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	5,7–6,2	5,0–5,5	4,0–4,5	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,0–6,2	4,7–5,5	4,4–4,9	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,1	5,5–5,8*	7,5–8,5	6,8–7,8	5,5–6,5
Валовой внутренний продукт	-3,0	4,0–4,5	2,4–3,4	1,8–2,8	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-5,2	7,2–8,2	1,4–2,4	1,5–2,5	1,5–2,5
— домашних хозяйств	-8,6	10,1–11,1	1,4–2,4	1,7–2,7	1,6–2,6
Валовое накопление	-2,0	3,5–5,5	2,1–4,1	1,6–3,6	0,6–2,6
— основного капитала	-4,3	2,6–4,6	2,3–4,3	1,1–3,1	0,8–2,8
Экспорт	-4,3	2,6–4,6	5,4–7,4	1,3–3,3	0,5–2,5
Импорт	-12,0	14,1–16,1	2,4–4,4	1,0–3,0	0,0–2,0
Денежно-кредитные показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Денежная масса в национальном определении	13,5	11–15	9–13	9–13	8–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	10,9	11–15	9–13	9–13	8–12
— к организациям	10,2	9–13	7–11	8–12	8–12
— к населению, в том числе:	12,9	18–22	13–17	10–14	7–11
— ипотечные жилищные кредиты***	21,6	20–24	14–18	14–18	12–16
Показатели платежного баланса**** (млрд долл. США, если не указано иное)					
Счет текущих операций	36	88	126	118	91
Торговый баланс	94	151	215	210	171
Экспорт	333	452	518	516	472
Импорт	240	301	304	306	301
Баланс услуг	-17	-18	-31	-35	-26
Экспорт	47	52	63	66	72
Импорт	64	70	94	101	98
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-44	-58	-57	-54
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	36	88	126	118	91
Финансовый счет (кроме резервных активов)	53	50	55	56	51
Сектор государственного управления и центральный банк	-1	-1	-5	-5	-5
Частный сектор	54	50	60	60	55
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	-14	38	71	62	41
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	65	75	70	60

* 6,5–7,1 – остаток на конец года (факт с 01.01.2021 по 25.07.2021 – 4,7%).

** 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.

*** Без учета приобретенных банками прав требования по ипотечным жилищным кредитам.

**** В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

Источник: Банк России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС»

Табл. 2.5

	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	5,7–6,2	5,0–5,5	5,5–6,5	2,0–3,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,0–6,2	4,7–5,5	5,8–6,5	3,0–4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,1	5,5–5,8*	7,5–8,5	8,3–9,3	4,3–5,3
Валовой внутренний продукт	-3,0	4,0–4,5	2,4–3,4	-(1,4–2,4)	3,0–4,0
Расходы на конечное потребление	-5,2	7,2–8,2	1,4–2,4	-(1,5–2,5)	2,3–3,3
— домашних хозяйств	-8,6	10,1–11,1	1,4–2,4	-(2,7–3,7)	2,7–3,7
Валовое накопление	-2,0	3,5–5,5	2,1–4,1	-(11,9–13,9)	13,4–15,4
— основного капитала	-4,3	2,6–4,6	2,3–4,3	-(4,6–6,6)	4,2–6,2
Экспорт	-4,3	2,6–4,6	5,4–7,4	-(4,5–6,5)	3,6–5,6
Импорт	-12,0	14,1–16,1	2,4–4,4	-(16,5–18,5)	12,8–14,8
Денежно-кредитные показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Денежная масса в национальном определении	13,5	11–15	9–13	5–9	5–9
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**, в том числе:	10,9	11–15	9–13	3–7	4–8
— к организациям	10,2	9–13	7–11	4–8	4–8
— к населению, в том числе:	12,9	18–22	13–17	2–6	5–9
— ипотечные жилищные кредиты***	21,6	20–24	14–18	6–10	7–11
Показатели платежного баланса**** (млрд долл. США, если не указано иное)					
Счет текущих операций	36	88	126	64	55
Торговый баланс	94	151	215	123	135
Экспорт	333	452	518	358	401
Импорт	240	301	304	235	266
Баланс услуг	-17	-18	-31	-19	-29
Экспорт	47	52	63	49	59
Импорт	64	70	94	68	88
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-44	-58	-41	-52
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	36	88	126	64	55
Финансовый счет (кроме резервных активов)	53	50	54	72	55
Сектор государственного управления и центральный банк	-1	-1	-5	2	0
Частный сектор	54	50	60	70	55
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	-14	38	72	-8	0
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	65	75	40	45

* 6,5–7,1 – остаток на конец года (факт с 01.01.2021 по 25.07.2021 – 4,7%).

** 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.

*** Без учета приобретенных банками прав требования по ипотечным жилищным кредитам.

**** В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

Источник: Банк России.

ВРЕЗКА 3. БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В 2021–2024 ГОДАХ

По итогам первого полугодия 2021 года наметилась тенденция на постепенное снижение расходов и устойчивый рост доходов бюджета (% ВВП) – как нефтегазовых, так и нефтегазовых (рис. В-3-1). В этих условиях происходит значительное сокращение общего и нефтегазового дефицита бюджетной системы. Данные тенденции соответствуют **нормализации бюджетной политики** и постепенному сворачиванию антикризисных мер Правительства Российской Федерации.

Минфин России **сохраняет стратегию нормализации бюджетной политики** на горизонте 2021–2022 годов с постепенным возвратом к формированию предельного объема расходов в соответствии с бюджетным правилом с 2022 года. Это будет оказывать сдерживающее воздействие на выпуск и инфляцию в 2022 году.

Параметры определения предельного объема расходов федерального бюджета в соответствии с бюджетным правилом в 2019–2024 годах задаются формулой:

$$\text{Расходы}_{\text{пред.}} = \text{Баз. НГД} + \text{ННГД} + \%P + \text{ИН},$$

где *Баз. НГД* – базовые нефтегазовые доходы;

ННГД – нефтегазовые доходы;

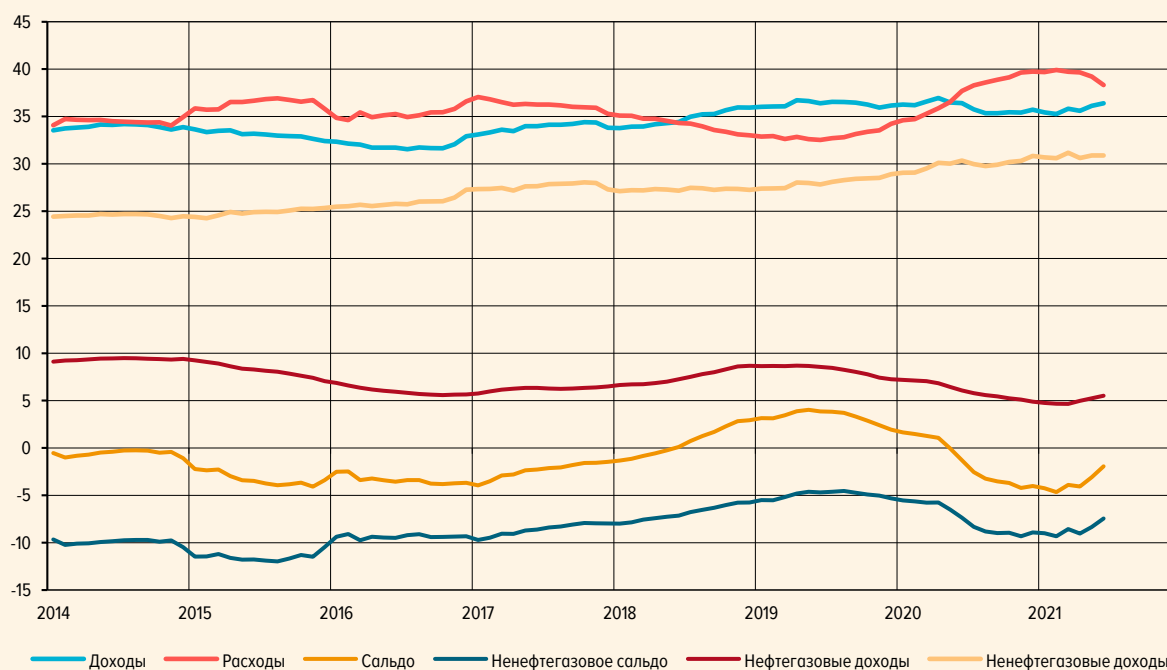
%P – расходы на обслуживание госдолга;

ИН – инфраструктурная надбавка 585 млрд руб. (для 2019–2024 годов).

В 2020–2021 годах в рамках антикризисной политики Правительства Российской Федерации расходы были дополнительно увеличены сверх параметров формулы, однако масштаб превышения сокращается в 2021 году по сравнению с 2020 годом с постепенным приведением к параметрам этой формулы в 2022 году. Так, за счет реализации антикризисных и противоэпидемических мер отклонение фактических расходов в 2020 году от па-

СКОЛЬЗЯЩИЕ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ ИНДИКАТОРЫ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ В 2014–2021 ГОДАХ
(% ВВП)

Рис. В-3-1



Источники: Минфин России, Федеральное казначейство, Росстат, расчеты Банка России.

раметров, определенных бюджетным правилом, составило 2411 млрд рублей. В 2021 году отклонение предельных расходов сократится до 875 млрд руб., в 2022 году формирование предельных расходов будет осуществляться без превышения параметров бюджетного правила.

Значительное сокращение масштаба отклонения ожидаемых расходов от объема, определяемого параметрами бюджетного правила, в 2021 году по сравнению с 2020 годом свидетельствует о постепенном ужесточении бюджетной политики.

Изменения в бюджетной политике в 2021 году

С 01.05.2021 была осуществлена корректировка параметров демпферной компоненты, в рамках которой был **снижен коэффициент индексации базовых индикативных цен бензина и дизельного топлива**. При прочих равных условиях это предполагает увеличение субсидий из бюджета нефтепереработчикам при высоких мировых ценах на бензин и дизельное топливо и уменьшение ими выплат в бюджет при низких ценах. По оценкам Банка России, в 2022–2024 годах при текущих уровнях цен Urals объем ежегодных дополнительных нефтегазовых доходов может сократиться на сумму **до 0,2 трлн рублей**.

С 2021 года в федеральный бюджет начали поступать доходы по **НДФЛ по повышенной ставке с доходов свыше 5 млн руб.¹**, объем которых в 2021 году, по оценкам Минфина России, может составить около 0,06 трлн рублей.

С 2022 года в федеральный бюджет начнут поступать доходы по **НДФЛ с процентов по депозитам и облигациям при инвестировании более 1 млн рублей**. Объем таких поступлений может превысить 0,1 трлн руб. ежегодно.

В рамках **введения экспортной пошлины на металлы** в августе-декабре 2021 года ожидается поступление дополнительных ненефтегазовых доходов (более 0,1 трлн руб.), при продлении этой меры в 2022–2024 годах дополнительные поступления могут составить до 0,2 трлн руб. ежегодно.

Также в 2022–2023 годах возможен **рост поступлений от дивидендов госкомпаний** за счет более высокого исполнения норматива отчислений на дивиденды (50% скорректированной чистой прибыли по МСФО) и более высокого финансового результата в 2021–2022 годах, чем в 2020 году².

В рамках бюджетных проектировок на 2022–2024 годы ожидается корректировка налогообложения в нефтегазовой отрасли (НДПИ и НДД для отдельных месторождений) и выработка регулярного механизма НДПИ и экспортных пошлин на металлы.

В целом по сравнению с проектировками, представленными в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов, в 2022–2023 годах ожидается поступление более высоких доходов, что связано с более благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой и более активным восстановлением внутренней деловой активности и спроса, дальнейшим улучшением собираемости поступлений. В связи с формированием более высоких ненефтегазовых доходов ожидается повышение плана по расходам, что связано в том числе с реализацией мер в рамках Послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации от 21.04.2021, дополнительных ассигнований на борьбу с пандемией, продлением и расширением программ льготного ипотечного кредитования. При этом более высокий объем нефтегазовых доходов в 2022 году позволит **перейти к профицитному исполнению бюджета**.

¹ В соответствии с Федеральным законом от 23.11.2020 №372-ФЗ «О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации в части налогообложения доходов физических лиц, превышающих 5 миллионов рублей в налоговый период».

² Распоряжение Правительства Российской Федерации от 11.06.2021 №1589-р.

Основным источником финансирования базового дефицита³ бюджета останется размещение ОФЗ. В случае ухудшения конъюнктуры на долговом рынке Минфин России может заместить заимствования использованием рублевых остатков на счетах бюджета в банковской системе. Также рублевые остатки средств бюджета могут быть частично направлены на **предоставление субъектам Российской Федерации льготных инфраструктурных бюджетных кредитов и пролонгацию действующих обязательств по бюджетным кредитам в 2021–2023 годах (более 0,5 трлн руб. за три года)**.

Долговая политика Минфина России

В апреле 2021 года США ввели санкционные ограничения на приобретение российских госбумаг на первичном рынке отдельными категориями иностранных инвесторов. В связи с этим Минфин России объявил о **завершении размещений старых выпусков госбумаг до 14.06.2021**. После 14.06.2021 инвесторам были предложены новые эмиссии ОФЗ-ПД. Кроме того, формирование значительных остатков рублевых средств на счетах бюджетной системы по итогам 2020 года и активное восстановление нефтегазовых доходов в начале 2021 года позволили Минфину России объявить о сокращении программы заимствований посредством размещения ОФЗ в 2021 году на 0,9 трлн руб. (до 2,8 трлн руб.)⁴. Также Минфин России анонсировал **сокращение доли бумаг с плавающим купоном (ОФЗ-ПК) в портфеле госдолга** (либо посредством уменьшения их в структуре при отсутствии новых размещений и постепенном увеличении самого объема госдолга, либо за счет обратного выкупа). Эта мера направлена на снижение процентного риска Минфина России как заемщика в условиях постепенного возврата денежно-кредитной политики к нейтральной.

Влияние бюджетной политики на выпуск, инфляцию, курсовую динамику

Следуя параметрам нормализации бюджетной политики, в 2021–2022 годах бюджетная политика будет оказывать сдерживающее влияние на динамику выпуска и инфляцию по сравнению с бюджетными параметрами 2020 года. Вместе с тем дополнительное стимулирующее и проинфляционное воздействие может оказать возможное **инвестирование средств ФНБ внутри российской экономики в пределах 0,7–1,6 трлн руб. в 2022–2024 годах** (за счет благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры объем ликвидной части фонда превысит порог в 7% ВВП по итогам 2021 года⁵).

³ Базовое сальдо (базовый дефицит) – индикатор исполнения федерального бюджета в рамках конструкции бюджетного правила, рассчитываемый как разница между суммой базовых нефтегазовых и нефтегазовых доходов и расходами федерального бюджета (см. [Глоссарий](#)).

⁴ Выпадающие источники финансирования будут замещены использованием остатков средств на рублевых счетах федерального бюджета в банковской системе, сформированных по итогам исполнения бюджета в 2020 году.

⁵ В соответствии с пунктом 4.1 статьи 96.11 Бюджетного кодекса Российской Федерации Правительство Российской Федерации может использовать средства ФНБ для инвестирования внутри российской экономики в самокупаемые инфраструктурные проекты при превышении ликвидной частью средств фонда порога 7% ВВП.

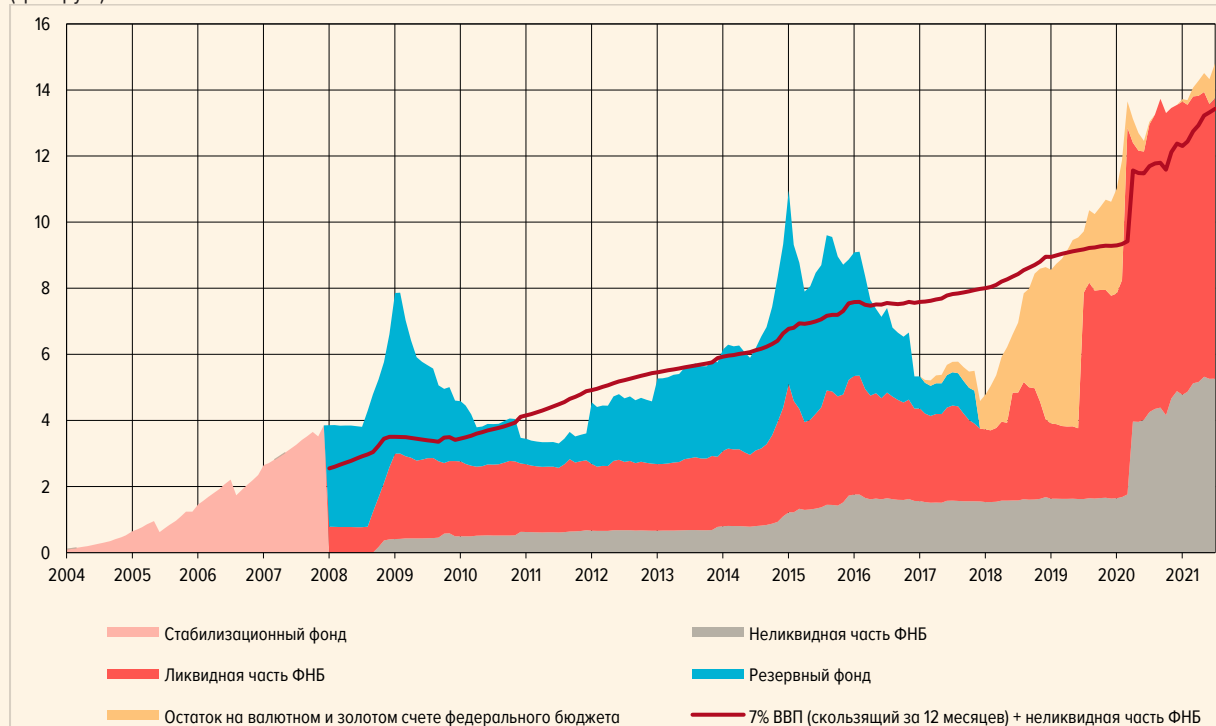
ВРЕЗКА 4. ИНВЕСТИРОВАНИЕ СРЕДСТВ ФНБ В 2021–2024 ГОДАХ

Быстрое восстановление внешнеэкономической конъюнктуры после шока пандемии, сопровождаемое значительным ростом цен на нефтегазовую продукцию, привело к восстановлению ликвидной части средств ФНБ¹ и превышению ею порога 7% ВВП в 2021 году. В соответствии с пунктом 4 статьи 96.11 Бюджетного кодекса Российской Федерации при достижении ликвидной частью средств ФНБ уровня 7% ВВП средства фонда могут быть размещены в финансовые активы российских организаций для финансирования самокупаемых инфраструктурных проектов. На 01.08.2021 совокупный объем средств ФНБ и специального транзитного счета федерального бюджета в иностранной валюте и золоте (далее – транзитный счет)² с начала года вырос с 13,5 до 14,8 трлн руб. (с 11,7 до 12,8% ВВП), а объем **ликвидной части средств ФНБ и транзитного счета увеличился с 8,7 до 9,5 трлн руб. (с 7,5 до 8,2% ВВП, рис. В-4-1).**

По оценкам Правительства Российской Федерации, в период 2021–2024 годов может быть инвестировано до 1,6 трлн руб. (то есть порядка 0,4% ВВП ежегодно при равномерном использовании средств фонда). По своей сути инвестирование средств ФНБ в проекты внутри экономики России создает дополнительный инвестиционный спрос, что расширяет совокупный спрос, и, соответственно, может выступать проинфляционным фактором.

ДИНАМИКА СРЕДСТВ ФНБ И ТРАНЗИТНОГО СЧЕТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ И ЗОЛОТЕ В 2004–2021 ГОДАХ
(трлн руб.)

Рис. В-4-1



Источники: Минфин России, Росстат, расчеты Банка России.

¹ Ликвидная часть средств ФНБ – средства фонда, размещенные на депозитах и расчетных счетах в Банке России, преимущественно в иностранной валюте и золоте.

² На транзитном счете временно накапливается валюта, приобретенная в течение года в рамках бюджетного правила в размере дополнительных нефтегазовых доходов до одновременного перечисления в ФНБ. С этого же счета осуществляется продажа валюты в случае формирования выпадающих нефтегазовых доходов до обнуления, после чего продажи проводятся за счет средств ФНБ.

Банк России отразит влияние инвестирования средств ФНБ на экономику и инфляцию в своем среднесрочном прогнозе после принятия Правительством Российской Федерации окончательных решений по перечню проектов, срокам их реализации и структуре их финансирования. На настоящий момент Банк России принимает во внимание возможность таких инвестиций как фактор неопределенности, стремясь проводить робастную денежно-кредитную политику.

Доля средств ФНБ, размещенных в разрешенные финансовые активы, связанные с реализацией отдельного проекта, не может превышать 40% совокупного объема финансирования этого проекта.

ВРЕЗКА 5. ВЛИЯНИЕ КЛИМАТИЧЕСКИХ ИЗМЕНЕНИЙ НА УСЛОВИЯ ПРОВЕДЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

В 1938 году британский инженер Гай Стюарт Календар, используя данные 147 метеостанций, расположенных по всему миру, показал, что средняя температура за предыдущие 50 лет выросла. Сопоставив эти данные с замерами концентрации CO₂, он сделал предположение о том, что причиной потепления стал рост уровня углекислого газа в атмосфере. Гай Календар был далеко не первым ученым, который пытался привлечь внимание к взаимосвязи концентрации CO₂ и средней температуры воздуха, но первым, кто показал это на данных. В те времена выводы исследователя не получили признания, так же как не получили признания и выводы его предшественников.

На сегодняшний день проблемой глобального потепления обеспокоено все международное сообщество. К тому же внезапное, быстрое и масштабное распространение коронавируса в 2020 году продемонстрировало, что явления, не связанные напрямую с макроэкономическими показателями, могут вызывать ощутимый экономический кризис, и это придало дополнительный импульс дискуссии о влиянии климатических изменений на динамику и структуру как мировой экономики, так и экономик отдельных стран.

В литературе принято выделять два типа рисков, связанных с климатическими изменениями, которые целесообразно учитывать при разработке экономической политики.

Во-первых, **физические риски** – материальный ущерб, связанный с реализацией экстремальных погодных явлений. В недавнем [отчете Межправительственной группы экспертов ООН по изменению климата \(МГИЭК\)](#) отмечается, что за период с 1950 года климатические изменения привели к увеличению эпизодов экстремальных и пожароопасных жары и засухи в одних регионах планеты и к масштабным наводнениям – в других. По [данным ФАО](#), частота природных катастроф с 1970–1980 годов к настоящему времени увеличилась в три раза, что также может быть связано с климатическими изменениями.

Во-вторых, самостоятельное значение имеют **переходные риски**, которые являются следствием необходимой трансформации мировой экономики в низкоуглеродную, то есть экономику, объем выбросов вредных веществ в которой сокращается настолько, что процессы глобального потепления перестают оказывать заметное воздействие на окружающую среду. Переходные риски вызваны как неопределенностью относительно горизонта и содержания мер климатической политики, так и все более явной сменой предпочтений потребителей и инвесторов. Экономике требуется время, чтобы подстроиться к новой структуре и перейти к новому равновесию.

Несмотря на то, что денежно-кредитная политика лишь косвенно может быть задействована в климатической повестке, учет климатических изменений в анализе и прогнозировании экономической динамики для целей таргетирования инфляции становится все более актуальным – вместе с изменением климата и объявлением новых мер климатической политики меняются и условия реализации денежно-кредитной политики. На качественном уровне влияние на макроэкономические переменные физических и переходных рисков можно описать следующим образом.

• Выпуск

Природные катаклизмы приводят к потере выпуска в краткосрочном периоде. Но и на более длительном горизонте влияние физических рисков на выпуск оказывается отрицательным. Экономика одновременно не только лишается части производственного потенциала – как капитала, так и трудовых ресурсов, – но и устоявшихся взаимосвязей, способствующих сокращению транзакционных издержек в экономике. В некоторых случаях часть капита-

ла оказывается утеряна безвозвратно – например, уникальные производственные объекты может быть сложно воспроизвести вновь, сельскохозяйственные земли могут стать непригодными для дальнейшего использования. Тогда восстановление выпуска до прежнего уровня может занять не только годы, но и десятилетия. Чем чаще случаются разрушительные природные явления, тем больше экономика вынуждена работать в условиях восстановления вместо развития, тем меньше в такой экономике появляется возможностей для наращивания темпов потенциального роста.

Переход к низкоуглеродной экономике в краткосрочном периоде может также отрицательно повлиять на выпуск, поскольку перераспределение капитала и трудовых ресурсов между отраслями и формирование новой структуры экономики требуют времени, что может привести к продолжительному снижению выпуска. Подстройка экономики к новой структуре будет занимать тем больше времени, чем дольше будет сохраняться неопределенность относительно возможных новых климатических мер как внутри страны, так и на международном уровне.

- **Инвестиции**

Физические риски оказывают скорее отрицательное влияние на динамику и объем инвестиций. Хотя сразу после стихийного бедствия инвестиции могут вырасти, в целом объем накопленных производительных инвестиций может оказаться ниже прежнего уровня, поскольку вместо проектов расширения и развития инвестиции повторно направляются в ранее действовавшие объекты. Кроме того, в регионах, особенно склонных к частым проявлениям стихии, инвестиции со временем сокращаются.

В то же время переход к «зеленой» экономике в целом может оказаться положительным для динамики инвестиций – новые технологии требуют существенного объема финансовой поддержки. Однако период неопределенности относительно дальнейших мер, принимаемых регуляторами каждой страны и ее основных торговых партнеров, может привести к продолжительному и заметному спаду инвестиционной активности. Чем дольше будет длиться неопределенность, тем более продолжительным и заметным может быть спад инвестиционной активности.

- **Потребление**

Физические риски могут кратковременно как повышать, так и снижать потребление. В случае неопределенности относительно будущих доходов и больших материальных потерь потребление снизится. Но если финансовые возможности населения и бизнеса сохранились близкими к прежнему уровню, то потребление, наоборот, может вырасти на фоне ускоренного восстановления материальных потерь.

Влияние процесса перехода на потребление также неоднозначно. Потребление одних товаров и услуг может снизиться за счет все большего смещения потребительских предпочтений к моделям экономики совместного и вторичного использования, других – вырасти за счет повышения интереса к их экологически нейтральным, «зеленым» характеристикам.

- **Производительность**

Стихийные бедствия снижают производительность труда и капитала в кратко- и среднесрочном периодах, поскольку населению и бизнесу требуется время на адаптацию к потерям и к новой жизни.

Само по себе постепенное повышение температуры атмосферного воздуха может также приводить к снижению производительности капитала и труда. Температура окружающей среды, заметно превышающая привычную норму, отрицательно влияет на здоровье человека. Спрос на труд в отраслях, наиболее подверженных влиянию повышенных температур, может заметно вырасти, и рынок труда этих отраслей может испытывать заметное напря-

жение – например, строительство и сельское хозяйство, где основная работа производится в открытой среде.

Оборудование, рассчитанное на определенный температурный режим, может чаще выходить из строя. Как следствие, повышенные температуры воздуха могут способствовать повышению нормы износа капитала и скорости его замены, что может вызвать целую серию изменений в экономике – начиная от динамики инвестиций и заканчивая ценами на те или иные ресурсы (например, химические вещества, увеличивающие температурную устойчивость материалов).

При этом переход к «зеленой» экономике может способствовать росту производительности за счет появления новых эффективных технологий. В то же время не исключен и период заметного падения производительности капитала, в случае если на использование прежнего оборудования вступит в действие формальный запрет, в то время как новые устройства еще не будут введены в эксплуатацию (например, замена угольной ТЭЦ на газовую). Аналогично производительность труда может кратковременно снизиться – активный энергопереход может вызвать структурную безработицу, и, соответственно, формирование новых производительных трудовых навыков у работников, получающих новую квалификацию, потребует времени.

- **Инфляция и инфляционные ожидания**

Изменение погодных условий и увеличение частоты неблагоприятных природных явлений могут способствовать росту волатильности инфляции, особенно в части продуктов питания, жилищных услуг и энергетических товаров. В свою очередь рост цен на наиболее чувствительные категории товаров может приводить к росту инфляционных ожиданий. В случае если шоки, вызвавшие рост цен, окажутся достаточно устойчивыми, инфляционные ожидания могут потерять заякоренность у цели, получают развитие вторичные эффекты роста цен, что приведет к усилению инфляционного давления на среднесрочном горизонте. В целом более непредсказуемые и более интенсивные шоки в экономике осложняют задачу прогнозирования инфляции как для центрального банка, так и для остальных экономических агентов, а заякоренность инфляционных ожиданий становится зависимой от частоты и амплитуды шоков, вызываемых неэкономическими явлениями.

Меры по декарбонизации экономики для ускорения энергоперехода могут привести к росту цен как на товары, относительно которых применяются меры (в силу необходимости учета в ценах налога на выбросы вредных веществ), так и к росту цен на альтернативные «зеленые» товары и ресурсы (в силу роста спроса). В свою очередь это может вести к росту инфляционных ожиданий и заработных плат (особенно в отраслях повышенного спроса) и вызывать дополнительное инфляционное давление. При этом, скорее всего, за первоначальными мерами последуют и другие, за объявленной ставкой углеродного налога последует ее дальнейшее повышение в реальном выражении, что будет вести к дальнейшему росту цен и инфляционных ожиданий. В то же время энергопереход может способствовать и некоторому снижению инфляционного давления – как из-за внедрения более эффективных технологий, повышающих производительность, так и из-за смещения потребительских предпочтений в направлении «зеленых» продуктов и услуг.

Для России в силу ее территориальной специфики, отраслевой структуры и роли в международной торговле как физические, так и переходные риски являются значимыми для дизайна экономической политики. Точную и однозначную количественную оценку возможного влияния климатических изменений и мер климатической политики на макроэкономические условия страны сегодня провести весьма сложно, поэтому в общественной и экспертной дискуссии находят отражение множество сценарных вариантов долгосрочного развития российской экономики.

Россия пока не относится к числу стран, наиболее уязвимых перед стихийными бедствиями, однако примеры сокращения выпуска из-за экстремальных погодных явлений можно найти и в новейшей российской истории. В частности, по некоторым оценкам¹, аномально жаркое лето и пожары 2010 года стоили экономике порядка 500 млрд, или 1,2% ВВП того периода.

В контексте физических рисков один из самых существенных рисков для России связан с возможным таянием вечной мерзлоты в северных регионах страны. При этом, по оценкам Росгидромета, **на территории России потепление происходит примерно в 2,8 раза интенсивнее, чем в среднем в мире**. Если за период 1976–2016 годов скорость глобального потепления составила 0,18°C за десятилетие, то в России средняя температура росла на 0,51°C². **В наибольшей степени влияние физических рисков может проявиться в долгосрочном периоде, по мере все более заметного повышения общей температуры в случае отсутствия мер климатической политики.**

Помимо социальных последствий, вызванных подтоплением городов за полярным кругом, таяние ледников может привести к серьезному экономическому ущербу: значительная часть добычной инфраструктуры страны построена как раз в зоне вечной мерзлоты и не рассчитана на изменение ландшафта. В частности, в регионе добывается 90% российского газа, 30% нефти, 100% палладия и 90% алмазов. При этом, по некоторым [оценкам](#), к текущему моменту несущая способность фундаментов части инфраструктуры снизилась на 25–75% по сравнению с периодом 1965–1975 годов, когда большая часть этих объектов была построена. Транспортная инфраструктура, в том числе трубопроводный транспорт, пролегающий в зоне промерзания грунтов, также может столкнуться с серьезными разрушениями из-за изменений окружающей его породы. В результате как выпуск, так и инвестиции в этих отраслях могут существенно сократиться.

Кроме того, более высокая температура воздуха и воды может способствовать потере части сельскохозяйственных земель, водных ресурсов и мест, пригодных для проживания, что также может вносить отрицательный вклад в динамику выпуска. Увеличение волатильности выпуска сельскохозяйственной продукции в совокупности со смещением сезонности может затруднять оценку устойчивых компонент инфляции.

В контексте переходных рисков одним из основных для российской экономики является риск безвозвратного падения спроса и цен традиционных источников энергии в мире – угля, нефти и газа, в совокупности составляющих примерно половину физических объемов российского экспорта. Уже сейчас все больше международных инвесторов сообщают о прекращении инвестирования в компании с высоким углеродным следом или даже более конкретно – в компании нефтегазовой и угольной направленности. **Поэтому вероятность возникновения переходных рисков все больше повышается на среднесрочном горизонте.**

Падение цен и спроса на углеводороды отчасти может быть компенсировано ростом спроса и цен на другие товары российского экспорта, востребованные в энергопереходе (алюминий, медь, никель, палладий и другие), а отчасти – экспортом других видов ресурсов, которые будут применяться для выработки энергии (например, разрабатываемый в настоящее время водород). В то же время если компенсаторных эффектов других отраслей будет недостаточно, падение цен и спроса на углеводороды может ослабить макроэкономическую устойчивость российской экономики.

¹ Порфирьев Б. Н. Климат и экономика. Вестник РАН. №3. 2011.

² Доклад об особенностях климата на территории Российской Федерации за 2020 год. Росгидромет. Москва. 2021.

Итоговый результат будет зависеть от состояния российской экономики в целом и отдельных отраслей и во многом являться следствием внутренней климатической политики, формулируемой сегодня.

Но энергопереход – это не только отдаленные последствия. Часть переходных рисков уже становятся элементами повседневной реальности.

Так, в июле 2021 года Еврокомиссия представила план действий по борьбе с изменением климата, включая введение трансграничного углеродного регулирования (Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM), которое предполагает введение трансграничного углеродного налога с 2026 года на пять групп товаров: цемент, железо и сталь, алюминий, удобрения, электроэнергия. В 2018–2020 годах, по данным ФТС, на ЕС пришлось 27% российского экспорта стали и 22% экспорта чугуна, 33% алюминия. Некоторые российские производители, подпадающие под возможное регулирование, начали готовиться заблаговременно. Например, Евраз и РУСАЛ выделили в отдельные бизнесы активы с высоким углеродным следом, оставив экспортное предприятие максимально «чистым» (РУСАЛ при этом является одним из самых «чистых» производителей алюминия в мире за счет активного использования гидроэлектроэнергии). В то же время сохраняющаяся неопределенность и разногласия между странами в методиках расчета выбросов и отсутствие взаимного признания учета выбросов могут заметно повышать издержки российских компаний, связанные с углеродным регулированием. Это, в свою очередь, может сказаться как на выпуске и инвестициях, так и на ценах – в зависимости от баланса спроса и предложения на кратко- и среднесрочном горизонте.

Еще одно свидетельство начавшегося энергоперехода, пусть и менее явное – наблюдаемый в 2021 году стремительный рост цен на ряд металлов и минералов на рынке. Оценки наблюдаемой динамики на товарных рынках все больше смещаются в пользу того, что, помимо нарушенных цепочек поставок во время пандемии, рост цен также вызван все более активным государственным стимулированием энергоперехода по всему миру. «Зеленая» инфляция (green inflation, greenflation) – следствие существенного роста спроса на медь, алюминий, литий, вызванного активными разработками солнечных и ветряных батарей, электромобилей и других товаров, основанных на альтернативных источниках энергии. С одной стороны, повышенный спрос и рост цен на экспортные товары, в том числе «зеленые», помог российской экономике быстрее преодолеть последствия пандемии. С другой стороны, рост цен на мировых товарных рынках транслировался в издержки производителей, которые, в свою очередь, транслировались в инфляцию на внутреннем рынке.

В целом можно отметить, **что в совокупности как физические риски, так и риски перехода осложняют задачу центрального банка при ответе на вопросы: в какой фазе цикла находится экономика, какова основная причина шоков, насколько устойчивы эти шоки, как шоки повлияли на уровень и темп потенциального роста экономики.** Один из существенных «климатических» вызовов для денежно-кредитной политики – увеличение частоты одновременно происходящих шоков спроса и предложения при неопределенности относительно их продолжительности и длительности воздействия на экономику. В этой связи важным вопросом является влияние климатических изменений и политики перехода на оценку нейтральной ставки. Например, нейтральная ставка может снизиться, если часть рабочей силы покинет рынок труда из-за высокой температуры воздуха, а у оставшейся части снизится производительность. В то же время нейтральная ставка может и вырасти, если новые технологии позволят наращивать производительность даже в экстремальных погодных условиях.

Шоки спроса и предложения в условиях климатических изменений могут быть сильнее тех, которые наблюдались в последние 50–60 лет, и сопровождаться нелинейной дина-

микой, вызывая необратимые эффекты и долгосрочные последствия. Центральным банкам может быть все сложнее оценивать разрыв выпуска – одну из ключевых переменных в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике. Границы неопределенности относительно наиболее подходящей реакции денежно-кредитной политикой на ситуацию в экономике могут становиться все более широкими – климатические шоки обостряют проблему выбора между стабилизацией инфляции и стабилизацией выпуска. Стоит ли центральному банку реагировать на ускорение инфляции, вызванное климатическими шоками, и если стоит, то как часто и с какой силой и скоростью – все это вопросы для будущих исследований.

Кроме того, меры по декарбонизации, периодичность их введения и соответствие между собой (как внутри страны, так и в глобальном контексте), скорость разработки и внедрения углеродно-нейтральных технологических решений и адаптация к ним населения и бизнеса, а также сопутствующие климатическим изменениям и процессу перехода социально-экономические эффекты будут оказывать значимое влияние на динамику инфляции и выпуска и, как следствие, на реализацию денежно-кредитной политики на долгосрочном горизонте.

Банк России активно прорабатывает вопрос влияния климатических изменений на финансовый сектор и экономику страны³. Например, в мае 2020 года был опубликован доклад для общественных консультаций «[Влияние климатических рисков и устойчивое развитие финансового сектора Российской Федерации](#)». В [Обзоре финансовой стабильности за II–III кварталы 2020 года](#) были описаны наиболее вероятные каналы распространения физических и переходных рисков в российском финансовом секторе, в [Обзоре финансовой стабильности за IV квартал 2020 – I квартал 2021 года](#) были представлены результаты проведенного стресс-теста российских компаний, в рамках которого оценивалось прямое и косвенное влияние возможного введения трансграничного углеродного налога в Европе и Азии. Банк России приступил к анализу возможного влияния климатических изменений на денежно-кредитную политику в России и к доработке модельного аппарата, используемого в макроэкономическом прогнозировании. Интеграция климатических изменений в модельный аппарат Банка России позволит сгладить основные сложности, связанные с оценкой климатических шоков и их влиянием на экономику страны, и сформирует необходимый аналитический инструментарий для принятия решений, способствующих поддержанию инфляции вблизи целевого уровня в меняющихся условиях.

³ В 2019 году Банк России вступил в Сообщество центральных банков и надзорных органов по повышению экологичности финансовой системы (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, NGFS).

ВРЕЗКА 6. ВЛИЯНИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ДЕМОГРАФИЧЕСКИХ ТРЕНДОВ НА ПОТЕНЦИАЛ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Демографические тренды в России в последние десятилетия обусловлены как позитивными факторами (такими как увеличение продолжительности жизни, что характерно для большинства крупных экономик), так и негативными – низкой рождаемостью, перетекающей в неполное замещение старших поколений молодыми. В итоге это ведет к убыли и старению населения. При этом в 2020–2021 годах из-за последствий пандемии COVID-19 произошли значительные изменения не только в сфере демографии, но и в социально-экономическом аспекте. Демографические тренды вместе с последними изменениями влияют на рынок труда, спрос, финансовые рынки, бюджетную систему и в целом на потенциал российской экономики.

Влияние демографии на потенциальный выпуск

По данным Росстата, численность населения России на начало 2021 года составила 146,2 млн человек, что ниже уровня начала 2000-х годов на 2% по сопоставимой базе. Согласно среднему варианту демографического прогноза Росстата¹, численность населения продолжит снижаться и к 2036 году составит 143 млн человек, что будет на 2% ниже текущего уровня. Убыль населения при этом будет связана с разнонаправленными демографическими тенденциями, которые повлияют на рабочую силу, структуру рынка труда и, как следствие, на потенциальный выпуск. Рассмотрим основные из них.

1. Старение и снижение численности рабочей силы. На рынок труда выходит малочисленное из-за низкой рождаемости поколение 1990-х – начала 2000-х годов, которое в полном объеме не может заместить многочисленную когорту 60-летних, выходящих на пенсию. Наиболее ярко этот процесс начал проявлять себя в последние годы и будет заметен в следующие несколько лет (сокращение рабочей силы² на 0,4–0,6 млн человек ежегодно за счет эффекта старения населения). Снижение предложения труда вместе с падением производительности в результате старения рабочей силы могут привести к замедлению темпов экономического роста и потенциала. По оценкам Банка России, максимальный вклад этого эффекта в замедление роста потенциального выпуска придется на ближайшие 3–4 года и составит $-(0,3–0,6)$ п.п.³, в дальнейшем негативное влияние ослабеет до $-0,1$ процентного пункта.

2. Высвобождение рабочей силы за счет пенсионной реформы. Повышение возраста выхода на пенсию, по оценкам Банка России, отчасти восполнит снижение численности рабочей силы. Так, на рынке труда по этой причине ежегодно будет оставаться порядка 0,2–0,4 млн человек⁴. Вместе с тем эта группа населения характеризуется более низкой производительностью труда, что ослабляет положительное влияние данного фактора на потенциальный рост экономики. По оценкам Банка России, оно составит не более $+0,2$ процентного пункта.

3. Тенденция снижения уровня участия в рабочей силе молодежи и рост участия людей предпенсионного возраста по социально-экономическим причинам. С начала 2000-х го-

¹ [Предположительная численность населения Российской Федерации до 2035 года.](#)

² Производительность труда у лиц предпенсионного возраста ниже, чем в среднем по экономике. В результате увеличения их доли в составе рабочей силы средняя производительность может снизиться.

³ Оценка производилась на основе эластичности выпуска по труду (0,6) из модели производственной функции.

⁴ С учетом льгот по пенсионному возрасту для многодетных матерей, населения Крайнего Севера и труднодоступных районов, работников отдельных профессий и так далее.

дов среди молодежи все более популярным становится получение высшего образования, в результате чего выход на рынок труда откладывается и уровень участия в рабочей силе снижается. Так, за 15 лет к 2020 году он снизился на 5,4 п.п., до 57,3%. Напротив, у лиц старшего возраста в условиях снижения реальных доходов повышалась склонность дольше оставаться на рынке труда. Согласно оценкам Банка России, в ближайшее десятилетие эти тенденции сохранятся, а их влияние на рынок труда и потенциальный выпуск компенсируют друг друга.

4. Влияние избыточной смертности из-за COVID-19 на рынок труда и совокупный спрос. По оценкам Банка России, за период с апреля 2020 года по июнь 2021 года она составила около 0,5 млн человек⁵, и пока это не окончательная цифра, действие данного фактора сохраняется. Это снизило совокупный спрос и частично предложение труда⁶. Кроме того, меры, направленные на борьбу с пандемией, привели к сокращению совокупного спроса, смене потребительских предпочтений и перестройке экономических связей. Это в свою очередь также нашло отражение в снижении потенциального выпуска. Отдельно выделить демографический эффект будет возможно спустя время после окончания пандемии и накопления статистики.

5. Миграционный прирост в ближайшие 15 лет в лучшем случае не превысит средние уровни предыдущего десятилетия (порядка 0,3 млн человек в год) и, по оценкам Банка России, не окажет существенного влияния на потенциальный выпуск за счет невысокой доли (2%) таких работников в рабочей силе. Кроме того, они, как правило, обладают невысокой квалификацией и занимают низкооплачиваемые рабочие места, что не приведет к росту совокупной факторной производительности.

Таким образом, основное **совокупное влияние демографических трендов на рост потенциального выпуска придется на ближайшие годы и составит порядка -(0,2–0,5) процентного пункта.**

Влияние демографии на спрос и инфляцию

Основной причиной пристального внимания к демографическому аспекту экономического развития со стороны центральных банков, проводящих политику таргетирования инфляции, является его возможное влияние на совокупный спрос и инфляцию. Так, сокращение трудоспособного населения и увеличение численности пожилых людей могут привести к сокращению совокупного спроса, что будет оказывать понижающее давление на инфляцию⁷. Также по мере увеличения доли пенсионеров есть риск сокращения совокупных сбережений, которые являются источником средств для инвестиций и роста экономики.

Кроме того, в условиях старения населения существует риск снижения эффективности денежно-кредитной политики за счет меньшей чувствительности совокупного спроса к изменению процентной ставки. Пожилые люди слабее реагируют на изменение ставок в экономике в связи с более низкой кредитной нагрузкой по сравнению с молодыми. По мере расширения когорт старших возрастов эта проблема усиливается. С учетом этого центральному банку, возможно, придется более активно реагировать на изменение инфляционных рисков, чтобы иметь возможность компенсировать слабую реакцию совокупно-

⁵ Рассчитана как разница между числом смертей за период с апреля 2020 года по июнь 2021 года по сравнению с соответствующим периодом предыдущих трех лет.

⁶ Также произошли потери рабочего времени из-за временной нетрудоспособности, вызванной коронавирусной инфекцией.

⁷ Anderson, Derek, Dennis Botman, and Ben Hunt (2014). «Is Japan's Population Aging Deflationary?». IMF Working Paper 14/139.

го спроса на проводимую политику⁸. Вместе с тем с течением времени будет повышаться уровень проникновения финансовых услуг за счет выбытия возрастных когорт с низким уровнем проникновения и повышения финансовой грамотности населения. Это может увеличить чувствительность совокупного спроса к изменению процентной ставки и частично компенсировать негативные эффекты от старения населения, что центральный банк также должен учитывать.

Меры демографической поддержки и долгосрочный прогноз потенциала

Чтобы сгладить возможные негативные последствия старения населения, необходимо развивать систему повышения квалификации и переобучения лиц пожилого возраста. Это будет содействовать росту производительности труда и, как следствие, повышению темпов экономического роста.

Кроме того, на смягчение негативных долгосрочных демографических трендов направлен пакет правительственных социально-демографических мер, реализуемых в 2018–2026 годах, в том числе в рамках нацпроекта «Демография» с расходами более 4 трлн руб. на 2019–2024 годы преимущественно в виде трансфертов домохозяйствам. В числе этих мер расширение программы предоставления материнского капитала, программы льготной ипотеки, различные налоговые и административные льготы, социальные пособия для семей с детьми, целевая поддержка беременных женщин и многодетных семей и так далее.

Реализация этих мер должна постепенно способствовать росту рождаемости, снижению смертности и повышению продолжительности жизни. При успешной реализации проекта «Демография» в России ожидается повышение рождаемости с 1,5 ребенка на одну женщину в 2020 году до 1,7 ребенка к 2024 году с последующим сохранением ее на достигнутом уровне, что соответствует увеличению числа родившихся на 0,2 млн, до 1,6 млн человек в год. Это, в свою очередь, должно способствовать росту совокупного спроса населения на прогнозном периоде. При этом значимый эффект для расширения численности рабочей силы (+0,2 млн человек, или +0,3% ежегодно) проявится через 15–18 лет, когда это поколение начнет выходить на рынок труда. По оценкам Банка России, исходя из средней чувствительности потенциала и выпуска к численности занятых, с 2036–2040 годов ежегодный рост потенциала экономики в связи с мерами демографической поддержки может составить до +0,2 процентного пункта.

⁸ Wong, Arlene (2018). «Population Aging and the Transmission of Monetary Policy to Consumption».

3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2020 ГОДА И В 2021 ГОДУ

Пандемия коронавируса оказала значительное влияние на условия проведения денежно-кредитной политики в 2020 и 2021 годах. При этом ее влияние на инфляцию за этот период кардинально изменило свою направленность от дезинфляционного к проинфляционному.

Для минимизации дезинфляционных рисков в первой половине 2020 года Банк России не только ускорил переход к нейтральной денежно-кредитной политике, но и временно перешел к мягкой. Кроме того, Банк России принял антикризисные меры¹, призванные поддержать устойчивость кредитования реального сектора экономики. В совокупности с мерами Правительства Российской Федерации мягкая денежно-кредитная политика противодействовала дезинфляционному влиянию со стороны внутреннего и внешнего спроса, который сжался с началом пандемии.

Во втором полугодии 2020 года Банк России продолжал придерживаться мягкой политики. На фоне мер поддержки спрос в экономике начал восстанавливаться, однако дезинфляционные риски все еще сохранялись: в прогнозных сценариях Банк России предполагал возможное усиление дезинфляционных факторов из-за ухудшения ситуации с пандемией осенью 2020 года.

В начале 2021 года стало очевидно, что такого эффекта для экономики, как весной, в осеннюю волну коронавируса не наблюдалось. Напротив, поскольку население, бизнес и органы власти во многом уже адаптировались к ситуации, восстановление экономики продолжилось. В то же время на отдельных рынках начали возникать дисбалансы в динамике спроса и предложения, что усиливало проинфляционные риски. Ситуация усугублялась из-за роста инфляционных ожиданий населения и бизнеса, которые по-прежнему остаются не заякоренными на цели.

В марте 2021 года Банк России начал сворачивание мягкой денежно-кредитной политики. Это произошло раньше, чем прогнозировалось в предыдущих Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. С марта по июль 2021 года Банк России повысил ключевую ставку на 2,25 п.п., до 6,50% годовых. Действия Банка России были направлены на возвращение годовой инфляции к цели во второй половине 2022 года. К середине 2021 года большинство регуляторных послаблений для банковского сектора, ранее введенных из-за пандемии, прекратили действие.

¹ С февраля по июль 2020 года Банк России перешел к мягкой денежно-кредитной политике, снизив ключевую ставку на 2 п.п., с 6,25 до 4,25% годовых. Кроме того, был принят комплекс мер, нацеленных на защиту интересов граждан, поддержку корпоративных заемщиков, сохранение потенциала финансового сектора по кредитованию экономики и снижение регуляторной и надзорной нагрузки. Подробнее см. в [Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов](https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021(2022-2023).pdf) ([https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021\(2022-2023\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021(2022-2023).pdf)).

СОХРАНЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ НЕИЗМЕННОЙ В ДЕКАБРЕ 2020 – ФЕВРАЛЕ 2021 ГОДА

В этот период Банк России сохранял ключевую ставку на уровне 4,25% годовых, последовательно ужесточая сигнал о своих будущих решениях.

Годовая инфляция росла быстрее ожиданий Банка России, составив 4,9% в декабре 2020 года и 5,2% в феврале 2021 года. Показатели темпа прироста потребительских цен, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, в этот период также выросли и находились вблизи или несколько выше 4% в годовом выражении.

В феврале 2021 года Банк России повысил прогноз инфляции на конец 2021 года на 0,2 п.п., до 3,7–4,2%, с учетом более высоких фактических темпов роста цен в конце 2020 – начале 2021 года и складывающейся ситуации в экономике. Ожидалось, что годовая инфляция пройдет пик в феврале-марте 2021 года, после чего начнет плавно снижаться по мере постепенного исчерпания проинфляционных факторов со стороны предложения.

Дезинфляционное влияние спроса постепенно ослабевало. Во многом это объясняется тем, что ухудшение эпидемической ситуации осенью 2020 года оказало гораздо менее сдерживающее влияние на экономику, чем начало пандемии весной 2020 года. Оперативные индикаторы за ноябрь 2020 – январь 2021 года указывали на продолжение восстановления экономики. Статистика по ВВП за 2020 год, вышедшая в феврале 2021 года, подтвердила, что спад экономики был менее глубоким², чем можно было предполагать.

Более быстрое восстановление экономики к докризисному уровню связано с рядом причин. Во-первых, во время второй волны пандемии не были введены такие строгие ограничения, как весной 2020 года. Более того, к этому времени население и предприятия в значительной степени уже адаптировались к новым условиям. Вместе с прогрессом в создании вакцин и началом вакцинации населения в России и в мире это оказало поддержку деловым и потребительским настроениям, значимо улучшило ситуацию на финансовых рынках. Во-вторых, восстанавливался потребительский спрос, в том числе благодаря неизрасходованным с начала пандемии средствам на зарубежные поездки и росту онлайн-покупок. В-третьих, ускорилось восстановление мировой экономики из-за ожиданий бюджетных стимулов в отдельных развитых странах на фоне беспрецедентно мягкой денежно-кредитной политики центральных банков крупнейших экономик мира. Это отражалось на росте спроса на товары российского экспорта. Наконец, существенную поддержку реальному сектору оказывала бюджетная политика Правительства Российской Федерации.

Наряду с ослаблением дезинфляционных факторов со стороны спроса усилились проинфляционные факторы со стороны предложения.

Во-первых, росли цены на мировых товарных, в первую очередь продовольственных рынках. Это сказывалось и на внутренних ценах. Принятые в этих условиях Правительством Российской Федерации административные меры³ частично ограничили масштаб инфляционного давления со стороны мировой конъюнктуры на продовольственных рынках.

² В 2020 году темп прироста ВВП составил -3,0%.

³ Подробнее см. [на сайте Правительства Российской Федерации](http://government.ru/news/41791/) (<http://government.ru/news/41791/>).

Во-вторых, на ценах производителей продолжало сказываться ослабление рубля в 2020 году, когда пересмотр цен был ограничен из-за резкого сокращения спроса в начале пандемии.

Денежно-кредитные условия оставались мягкими и поддерживали восстановление экономики. На фоне мягкой денежно-кредитной политики 2020 года произошла постепенная подстройка номинальных кредитных и депозитных ставок. К началу 2021 года они стабилизировались на исторически низком уровне. При этом с учетом повышения инфляции и инфляционных ожиданий ценовые условия кредитования становились мягче. Отдельные банки смягчали также и неценовые условия кредитования. Расширялся кредит экономике. Существенное влияние на динамику кредитования также оказывали льготные программы Правительства Российской Федерации и регуляторные послабления со стороны Банка России для кредитных организаций.

В декабре-феврале Банк России предполагал, что в условиях возросших инфляционных ожиданий и сопутствующих вторичных эффектов влияние проинфляционных факторов на прогнозном горизонте может усиливаться. Среди них, во-первых, рост издержек предприятий из-за затруднений в производственных и логистических цепочках, а также дополнительных мероприятий для защиты работников и потребителей от угрозы распространения коронавируса. Во-вторых, риски дальнейшего роста внутренних цен на отдельные продовольственные товары под влиянием факторов со стороны предложения и конъюнктуры соответствующих мировых рынков. В-третьих, возможное усиление волатильности на глобальных рынках. В-четвертых, допускалось более раннее начало нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах. Это могло бы стать дополнительным фактором роста волатильности на мировых финансовых рынках, что могло отразиться на курсовых и инфляционных ожиданиях. Наконец, учитывались возможные решения об инвестировании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня 7% ВВП, которые могли бы привести к дополнительному стимулированию спроса.

По оценке Банка России, дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики могло бы привести к росту проинфляционных рисков. Если в декабре Банк России оценивал, что потенциал для снижения ключевой ставки был близок к исчерпанию, то в феврале подтвердил отсутствие необходимости дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Банк России сообщил о том, что будет определять сроки и темпы возврата к нейтральной денежно-кредитной политике. При этом предполагалось, что в среднем в течение 2021 года денежно-кредитная политика останется мягкой, поддерживая восстановление российской экономики и обеспечивая стабилизацию инфляции на цели.

ПОВЫШЕНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ В МАРТЕ-ИЮЛЕ 2021 ГОДА

В марте-июле Банк России увеличил ключевую ставку на 2,25 п.п., с 4,25 до 6,50% годовых. Основная причина повышения ключевой ставки – динамика инфляции на фоне быстрого восстановления экономики и усиление проинфляционных факторов и рисков.

Инфляция продолжила ускоряться и складывалась выше прогноза Банка России. Годовые темпы роста потребительских цен увеличились с 5,7% по итогам февраля до 6,5% в июле. Это значительно выше цели Банка России и близко к пикам последних

пяти лет. Устойчивая часть инфляции с марта также формировалась значительно выше 4% в годовом выражении.

По оценке Банка России, ускорение инфляции в этот период в значительной мере отражало устойчивый характер восстановления внутреннего спроса. Это восстановление происходило существенно быстрее, чем ожидал Банк России. Оно усиливалось из-за ограничений на зарубежные поездки: неизрасходованные на эти цели средства домашних хозяйств были частично перераспределены на потребление товаров и услуг внутри страны.

При этом расширение предложения не в полной мере поспевало за ростом спроса. Предприятиям требовалось время для принятия решений об инвестировании в новые производственные мощности. Изменялась и структура спроса, что также порождало «узкие места» на стороне предложения. Например, в условиях удаленной работы и учебы резко возросла потребность в средствах телекоммуникации, что значительно увеличило спрос на микросхемы, который не мог быть удовлетворен одномоментно. Часть возросшего спроса оставалась неудовлетворенной, что позволяло компаниям повышать цены.

Факторы спроса дополнительно усиливались повышенным давлением со стороны издержек предприятий. Во-первых, продолжался рост цен на сырьевые товары на фоне более активного восстановления мировой экономики. Во-вторых, компании восполняли запасы во время пандемии и даже стремились к их более высокому уровню, чтобы защититься от возможных перебоев поставок и дальнейшего повышения цен.

Учитывая совокупность всех факторов, Банк России пересмотрел вверх прогноз инфляции на конец 2021 года. В апреле он был повышен до 4,7–5,2%, а в июле еще на 1 п.п., до 5,7–6,2%.

Российская экономика в целом вернулась к докризисному уровню уже в II квартале 2021 года. Однако ее восстановление было неравномерным. С одной стороны, восстановление внутреннего потребительского спроса на товары завершилось уже весной – оборот розничной торговли превысил уровень до начала пандемии в марте-апреле. Восстановление спроса стимулировало восстановление выпуска потребительских товаров и его дальнейшее расширение выше уровней до пандемии. Это в свою очередь поддерживало восстановление выпуска инвестиционных товаров.

Внешний спрос также продолжал расти, несмотря на сложную эпидемическую обстановку в мире. При этом ожидания по его дальнейшему росту улучшились с начала года на фоне дополнительных мер бюджетной поддержки в отдельных развитых странах, ускорения темпов вакцинации в мире и постепенного снятия ограничений, связанных с пандемией, в крупнейших экономиках.

С другой стороны, сектор услуг населению восстанавливался не так быстро, хотя оперативные индикаторы потребления отражали, что в мае восстановление в нем было также близко к завершению. Более медленное восстановление сферы услуг было связано не со слабым спросом, а с сохраняющимися ограничениями, введенными для борьбы с пандемией. Кроме того, не полностью восстановилась добыча, а именно добыча нефти из-за влияния ограничений ОПЕК+. Достигнутые в июле договоренности относительно увеличения российских квот на добычу нефти будут способствовать дальнейшему восстановлению отрасли.

Влияние на внутренний спрос продолжал оказывать и процесс нормализации бюджетной политики внутри страны с учетом объявленных в апреле дополнительных социальных и инфраструктурных мер.

С учетом складывающейся ситуации в российской и мировой экономике, а также решения ОПЕК+ Банк России в июле повысил прогноз роста ВВП в 2021 году до 4,0–4,5% с 3,0–4,0%, ожидавшихся в феврале и апреле.

Денежно-кредитные условия постепенно подстраивались к росту ключевой ставки. Первые признаки повышения банками депозитных ставок наметились в апреле, а кредитных – в мае. До этого они преимущественно оставались вблизи исторических минимумов. Трансфертные кривые банков и доходности кратко- и среднесрочных ОФЗ оперативно реагировали на рост ключевой ставки и изменение перспектив денежно-кредитной политики, о которых Банк России сообщал с начала 2021 года. Кредитование продолжало расти темпами, близкими к максимумам последних лет. Существенную поддержку ипотечному кредитованию продолжали оказывать льготные правительственные программы. При проведении денежно-кредитной политики Банк России учитывал завершение большей части антикризисных регуляторных мер⁴ к середине 2021 года.

В этот период, по оценке Банка России, баланс рисков значимо смещался в сторону проинфляционных рисков. Дополнительно к проинфляционным рискам, которые Банк России отмечал в конце 2020 – начале 2021 года, повысились риски, связанные с ростом инфляционных ожиданий. К июлю инфляционные ожидания населения уже в течение нескольких месяцев находились вблизи максимальных за последние четыре года значений. Это вносило значимый вклад в рост цен и создавало риски существенного и продолжительного отклонения инфляции вверх от цели. Кроме того, Банк России видел проинфляционные риски в возможном существенном снижении склонности домашних хозяйств к сбережению из-за низких процентных ставок в сочетании с ростом цен. В то же время масштаб проинфляционных рисков со стороны ценовой конъюнктуры мировых товарных рынков к июню-июлю несколько уменьшился, так как цены ряда товаров начали снижаться.

Для того чтобы ограничить риски более значительного и продолжительного отклонения инфляции вверх от цели из-за роста инфляционного давления, Банк России провел три повышения ключевой ставки в марте-июле до 6,50% годовых.

Ключевая ставка возвращалась в диапазон долгосрочных нейтральных значений. Но в условиях более продолжительного отклонения инфляции вверх от цели и роста инфляционных ожиданий диапазон номинальной нейтральной ставки, по мнению Банка России, может краткосрочно находиться выше долгосрочных оценок (1–2% годовых в реальном выражении, или 5–6% годовых в номинальном выражении с учетом цели по инфляции). По этой причине нормализация денежно-кредитной политики на этом этапе еще не была завершена, а Банк России в июле сохранил жесткий сигнал о своих будущих действиях.

Возможность дальнейшего повышения ключевой ставки была отражена и в прогнозной траектории ключевой ставки, которая является интегральной частью прогноза Банка России. В апреле были впервые опубликованы диапазоны средней ключевой ставки за календарный год на прогнозном горизонте. В апрельском базовом сцена-

⁴ См. [Сводные данные о реализации мер по ограничению последствий пандемии коронавирусной инфекции](http://www.cbr.ru/covid/) (<http://www.cbr.ru/covid/>).

рии средняя за 2021 год ключевая ставка прогнозировалась в диапазоне 4,8–5,4% годовых, в 2022 году – 5,3–6,3% годовых, а в 2023 году – 5–6% годовых, что соответствует диапазону долгосрочной нейтральной ключевой ставки. В июле прогнозная траектория ключевой ставки на 2021 и 2022 годы была повышена до 5,5–5,8% и 6–7% годовых соответственно. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика направлена на снижение годовой инфляции до 4,0–4,5% в 2022 году и поддержание ее в дальнейшем вблизи 4%.

ВРЕЗКА 7. ВЛИЯНИЕ ПАНДЕМИИ НА СТРУКТУРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ

Начавшаяся в 2020 году пандемия COVID-19 и введенные противоэпидемические меры стали причиной значительных изменений в российской экономике. Часть этих изменений имела краткосрочный характер и привела к временному ускорению роста или усилению волатильности цен на отдельные товары и услуги (см. Приложение 4 «[Немонетарные факторы инфляции в 2021 году](#)»). Но пандемия имела также и ряд долгосрочных последствий: многие офисные сотрудники остаются на удаленной работе, ускорилась цифровизация и переход в онлайн-формат многих услуг, сохраняются введенные ранее противоэпидемические ограничения. Влияние этих изменений на выпуск, рынок труда, потребительское поведение население и в конечном счете на инфляцию может оказаться более длительным.

Выпуск

Пандемия коронавируса оказала неравномерное влияние на экономическую активность в разных отраслях, что привело к изменению структуры выпуска страны. Наиболее значительно пострадали нефтегазовая отрасль, сфера услуг, в том числе пассажирские перевозки и туризм. Вместе с тем сложившаяся ситуация стимулировала рост выпуска в ряде отраслей – производстве медицинских товаров (лекарственных и вакцин), оказании медицинских и курьерских услуг. В январе-июне 2021 года объем производства лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях, превысил уровень января-июня 2019 года на 42%. Объем платных медицинских услуг, оказанных в первой половине 2021 года, увеличился по сравнению с соответствующим периодом 2019 года на 8,2%; объем почтовых и курьерских услуг населению – на 1,2%, при общем снижении объема платных услуг за тот же период на 2%. Увеличение производства в фармацевтической промышленности может оказаться долгосрочным в случае, если COVID-19 станет сезонным заболеванием и для его профилактики понадобится ежегодная ревакцинация значительной части населения, а значит, и большие по сравнению с допандемическими объемы производства вакцин.

Рынок труда

В связи с необходимостью увеличения производства в период пандемии выросла потребность предприятий фармацевтической промышленности, медицинских учреждений и курьерских служб в рабочей силе. В фармацевтическом производстве это привело к росту занятости и заметному повышению номинальных зарплат (табл. В-7-1). В здравоохранении дефицит работников также привел к росту зарплат при увеличении числа врачей.

Возможности для увеличения числа занятых в курьерской деятельности были ограничены из-за сокращения числа трудовых мигрантов, въехавших в Россию в 2020 году. По данным МВД, за 2020 год было оформлено всего 1,1 млн патентов и 63 тыс. разрешений¹ на работу в России (1,8 млн патентов и 127 тыс. разрешений в 2019 году). В 2021 году ситуация с въездом трудовых мигрантов улучшилась: за первую половину года было оформлено 870 тыс. патентов и 35 тыс. разрешений на работу в России, что, однако, все еще заметно ниже, чем за аналогичный период 2019 года. Наиболее сильно нехватка трудовых мигрантов ощущалась в строительстве, сельском хозяйстве и добыче полезных ископаемых².

¹ Разрешения на работу выдаются мигрантам из стран, с которыми у России действует визовый режим. Патенты выдаются мигрантам из стран, для въезда из которых в Россию не нужна виза (например, Украина, Узбекистан, Азербайджан, Таджикистан). Мигранты из стран ЕАЭС (Беларусь, Казахстан, Армения, Киргизия) могут работать в России без специальных разрешений.

² Более подробно о проблеме нехватки трудовых мигрантов см. врезку 1 в докладе «[Региональная экономика: комментарии ГУ Банка России](#)» (№2. Февраль. 2021 год) (http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/31957/report_04022021.pdf).

ИЗМЕНЕНИЕ ЧИСЛЕННОСТИ ЗАНЯТЫХ И НОМИНАЛЬНОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ
ПО ОТДЕЛЬНЫМ ОТРАСЛЯМ В 2020 ГОДУ К УРОВНЮ 2019 ГОДА
(%)

Табл. В-7-1

	Численность занятых ¹	Номинальная заработная плата
Всего по экономике	-1,3	7,3
Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	4,3	15,4
Деятельность больничных организаций в том числе врачей в области здравоохранения	1,5 3,1	16,8

¹ Без внешних совместителей и работников несплощного состава.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Дефицит работников отдельных специальностей привел к росту расходов компаний на оплату труда и привлечение новых сотрудников. В частности, это стало одним из факторов общего роста издержек в фармацевтической промышленности. Возросшие издержки в условиях повышенного спроса предприятия переносили в конечные цены: многие медицинские товары в 2020 – первой половине 2021 года дорожали высокими темпами.

Потребительское поведение

Перевод многих офисных сотрудников на удаленную работу привел к **сокращению весной-летом 2020 года спроса на аренду жилья** в городах. В результате произошло снижение арендных ставок на рынке жилой недвижимости. За март-июнь 2020 года стоимость аренды однокомнатной квартиры по России в целом снизилась на 0,6%. В дальнейшем смягчение ограничительных мер способствовало частичному восстановлению спроса.

С весны 2020 года наблюдается значительный **рост спроса на аренду и покупку загородной недвижимости** вблизи больших городов. Так, по данным ЦИАН, в августе 2021 года спрос³ на покупку загородных домов в Московской области был на 70–80% выше уровня до пандемии, в Ленинградской области – на 130–140%.

Рост спроса происходил и на рынке жилой недвижимости в целом. Этому способствовали запуск весной 2020 года программы льготной ипотеки на покупку строящегося жилья и снижение рыночных ипотечных ставок весной-летом 2020 года. Из-за роста спроса при ограниченном предложении сильно возросли цены на жилую недвижимость⁴. Кроме того, произошло повышение спроса на товары для дома – мебель и строительные материалы, что вместе с ростом мировых цен на металлы и древесину привело к ускоренному удорожанию потребительских цен этих товаров (табл. В-7-2). Рост спроса опережает рост предложения на рынке жилой недвижимости, что стимулирует застройщиков увеличивать объемы строительства. С февраля по июль 2021 года площадь строящегося многоквартирного жилья, по данным наш.дом.рф, увеличилась с 91,7 до 99,4 млн кв. метров. Рост объемов строительства приведет к увеличению ввода жилья и стабилизации цен на него в ближайшие несколько лет.

Результатом перехода в 2020 году значительного числа офисных работников на удаленную работу стал также **рост спроса на компьютеры и ноутбуки**, необходимые для работы из дома. В 2020 году объем продаж компьютеров увеличился на 34% по сравнению с уровнем 2019 года, тогда как общая величина оборота розничной торговли снизилась на 3,2%. Повышение спроса и трудности с поставками отдельных электронных компонентов из-за нарушения международных логистических цепочек привели к ускорению роста

³ Количество запросов на поиск загородной недвижимости. Источник: www.cian.ru/analitika-nedvizhimosti-online, представлены данные с января 2020 года.

⁴ На первичном рынке рост цен за два года (III квартал 2019 года – II квартал 2021 года) составил 32%, на вторичном – 21%.

ПРИРОСТ ЦЕН НА ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ ТОВАРОВ И УСЛУГ В ИЮЛЕ 2021 ГОДА К ИЮЛЮ 2019 ГОДА
(%)

Табл. В-7-2

Группа товаров или услуг	Прирост цен, %
Строительные материалы	33
В том числе:	
– металлочерепица	82
– пиломатериалы	90,3
Услуги гостиниц и прочих мест проживания	13,9
Мебель	12,9
Санаторно-оздоровительные услуги	11,6
Инфляция в целом	10
Услуги организаций культуры	8,9
Общественное питание	7,7
Одежда и белье	4,2
Обувь кожаная, текстильная и комбинированная	2,8
Авиабилеты	-1,4

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

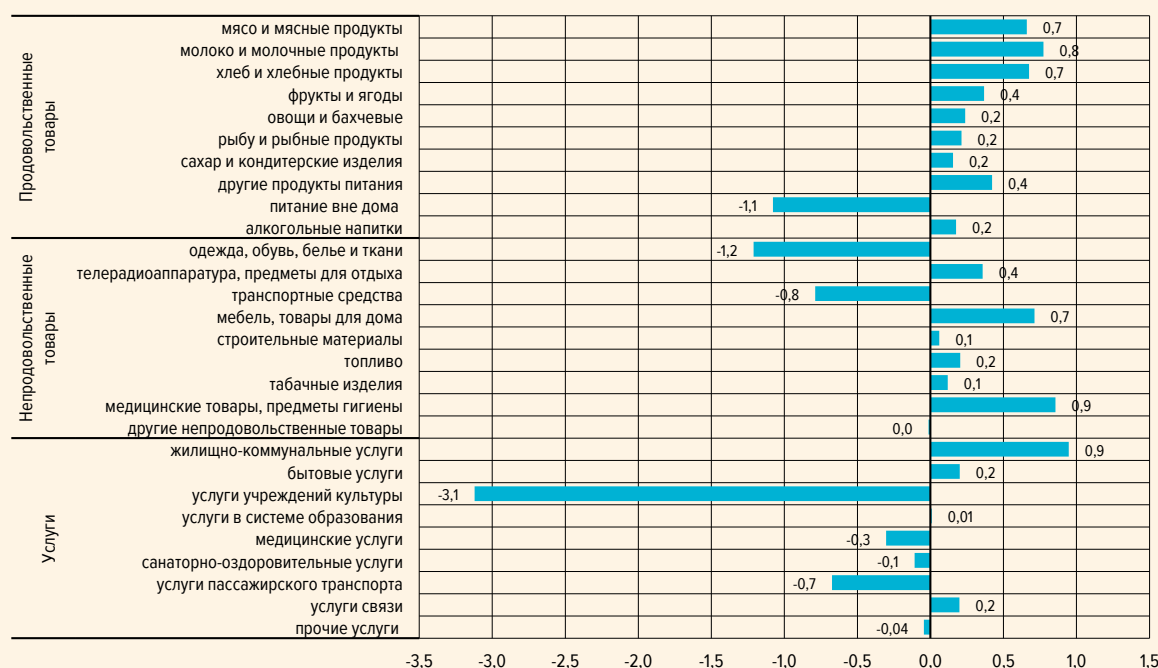
цен на персональные компьютеры во второй половине 2020 – начале 2021 года. Годовой темп прироста цен на них достиг пика в феврале 2021 года и составил 5,5%, притом что до пандемии цены на компьютеры преимущественно снижались (с января 2016 года по январь 2020 года они подешевели на 4,4%). С марта 2021 года рост цен на компьютеры стал замедляться, что отражало в том числе снижение спроса по мере возвращения в офисы работавших удаленно сотрудников.

В 2020 году **сократилось потребление платных услуг**, в 2021 году их потребление восстанавливалось медленнее потребления товаров. По итогам первой половины 2021 года уровень потребления услуг остается ниже допандемического уровня. В структуре потребительских расходов населения, по данным обследования домохозяйств, проводимого Росстатом, наиболее сильно сократилась доля трат на услуги учреждений культуры (с 5,5% в 2019 году до 2,3% в 2020 году) (рис. В-7-1), что отразилось и на динамике их цен, которые в период пандемии выросли меньше общей инфляции (табл. В-7-2). При этом россияне стали чаще пользоваться услугами онлайн-кинотеатров. По оценкам «ТМТ-консалтинг», основанным на данных самих сервисов, предоставляющих доступ к видеоконтенту, их совокупная выручка в России за 2020 год выросла на 66%, общая аудитория увеличилась на 17%, до 63 млн человек. Популярность онлайн-кинотеатров, вероятно, останется высокой и после пандемии. На это может указывать увеличение числа пользователей, имеющих постоянную подписку: в 2020 году доля российских домохозяйств, имеющих такую подписку, достигла 15%, в 2019 году она составляла 10%.

За 2020 год в структуре потребительских расходов домохозяйств также значительно **сократились доли трат на питание вне дома и на покупку одежды и обуви** (рис. В-7-1). В первой половине 2021 года отмечалось некоторое восстановление спроса на эти категории товаров. В торговле одеждой уже в I квартале 2021 года был достигнут допандемический уровень I квартала 2019 года. При этом за период пандемии заметно возросла доля онлайн-продаж в торговле одеждой и в розничной торговле в целом. По данным Росстата, в июне 2021 года доля онлайн-продаж в общем объеме оборота розничной торговли составила 6,2% (3,9% в январе 2020 года). В сфере общественного питания восстановления

ИЗМЕНЕНИЕ ДОЛЕЙ ГРУПП ТОВАРОВ И УСЛУГ В СТРУКТУРЕ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ РАСХОДОВ ДОМОХОЗЯЙСТВ В 2020 ГОДУ
(п.п.)

Рис. В-7-1



Источник: Росстат.

до уровня до пандемии в первом полугодии 2021 года не произошло. Слабый спрос на данные категории товаров повлиял на динамику цен: темпы их удорожания в 2020 – первой половине 2021 года были заметно ниже общей инфляции (табл. В-7-2).

По мере снятия ограничений на перемещения внутри страны при сохранявшихся ограничениях на зарубежные поездки во второй половине 2020 – первой половине 2021 года наблюдался **рост спроса на услуги внутреннего туризма** и туры по открытым зарубежным направлениям, а также возрос интерес к покупке недвижимости в курортных и приморских регионах. Это привело к повышению ценовой волатильности на рынках туристических услуг и авиаперевозок (табл. В-7-2), росту цен на рынках недвижимости курортных городов. В Краснодарском крае – главном курортном регионе России – стоимость жилья на первичном рынке за два года (с III квартала 2019 года по II квартал 2021 года) увеличилась на 64%. Сохранение высокого спроса на отдых внутри России может способствовать увеличению инвестиций в создание туристической инфраструктуры в регионах. Это повысит привлекательность внутреннего и въездного туризма в России после снятия ограничений на международные поездки и будет способствовать развитию смежных отраслей (услуг транспорта, общественного питания, учреждений культуры).

Пандемия COVID-19 вызвала значительные изменения в структуре спроса и предложения товаров и услуг, привела к росту издержек производителей. Результатом стало сильное ускорение роста цен. По мере подстройки структуры предложения под изменившийся спрос, дальнейшего смягчения противоэпидемических ограничений, реализации принятых Правительством мер и с учетом проводимой Банком России денежно-кредитной политики будет происходить замедление инфляции и ее стабилизация вблизи 4%.

4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2021 ГОДУ И В 2022–2024 ГОДАХ

ОПЕРАЦИОННАЯ ЦЕЛЬ И СИСТЕМА ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В рамках таргетирования инфляции Банк России оказывает влияние на экономическую активность и инфляцию в основном через канал процентных ставок. С помощью системы инструментов денежно-кредитной политики Банк России транслирует решения об уровне ключевой ставки в ставки межбанковского рынка, а затем – в остальные ставки в экономике. Соответственно, операционная цель денежно-кредитной политики – это поддержание ставок овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки. В качестве основного индикатора стоимости заимствования в этом сегменте рынка Банк России рассматривает взвешенную процентную ставку необеспеченных однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях RUONIA (Ruble Overnight Index Average). Выбор указанного сегмента рынка в качестве целевого обусловлен тем, что формируемые здесь ставки представляют собой отправную точку для большинства ставок в экономике, а также тем, что Банк России имеет возможность практически напрямую с помощью своих инструментов воздействовать на их уровень.

Для достижения операционной цели Банк России использует стандартные инструменты управления ликвидностью и коридор процентных ставок. Банк России требует от банков поддерживать обязательные резервы, то есть определенные остатки средств на открытых им счетах, прежде всего корреспондентских. Тем самым он задает необходимый на конец дня уровень ликвидности как для каждого банка, так и по банковскому сектору в целом. Если по прогнозу в результате изменения объема наличных денег в обращении, бюджетных операций или иных факторов остаток средств на корреспондентских счетах всех банков оказывается выше или ниже уровня, необходимого для выполнения обязательных резервных требований и проведения клиентских платежей, Банк России, соответственно, абсорбирует избыточные или предоставляет недостающие средства путем проведения аукционов¹. Таким образом, Банк России создает условия для формирования равновесия в сегменте овернайт денежного рынка и эффективной работы механизма процентного коридора, верхняя и нижняя границы которого определены ставками по однодневным инструментам постоянного действия, а центр совпадает с ключевой ставкой. Процентный коридор, ширина которого составляет 200 б.п., формирует максимальную и минимальную альтернативную стоимость привлечения и размещения средств на межбанковском рынке, тем самым ограничивая колебания рыночных ставок и способствуя их сближению с ключевой ставкой.

Аукционы и операции постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности входят в набор стандартных инструментов денежно-кредитной по-

¹ Предоставленное банкам право усреднять обязательные резервы на корсчетах, то есть не каждый вечер поддерживать соответствующий объем средств, а только в среднем за период 4 или 5 недель, дает возможность гибко реагировать на значительные изменения уровня ликвидности, что способствует стабилизации рыночных ставок.

литики. В настоящее время в условиях структурного профицита ликвидности Банк России регулярно абсорбирует избыточные средства на срок 1 неделя на проводимых обычно по вторникам депозитных аукционах. В случае изменения ситуации и формирования структурного дефицита ликвидности будут проводиться аукционы репо с предоставлением средств также на срок 1 неделя. Максимальная (минимальная) ставка, по которой кредитные организации могут разместить в Банке России избыточную ликвидность (привлечь средства) на аукционах, равна ключевой ставке.

Наряду с основными недельными аукционами, в систему инструментов денежно-кредитной политики входят аукционы как по абсорбированию, так и по предоставлению средств на более длительные сроки. Так, наиболее устойчивая часть избыточных средств сейчас дополнительно абсорбируется путем выпуска купонных облигаций на срок 3 месяца. Банк России продолжает на регулярной основе проводить аукционы репо по предоставлению ликвидности на сроки 1 месяц и 1 год с тем, чтобы компенсировать локальные дисбалансы распределения ликвидности. Кроме того, для оперативного реагирования на факторы, которые могут повлечь существенное отклонение ставок овернайт от ключевой ставки, Банк России использует депозитные аукционы и аукционы репо и «валютный своп» «тонкой настройки» на сроки от 1 до 6 дней.

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

ДОСТИЖЕНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В 2021 году однодневные ставки денежного рынка находились преимущественно в нижней половине процентного коридора Банка России (рис. 4.1). За январь-июль 2021 года среднее абсолютное отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России (спред) составило 18 б.п., увеличившись на 1 б.п. по сравнению с прошлым годом (среднее за 2020 год: 17 б.п.). Волатильность спреда за январь-июль 2021 года возросла до уровня 21 б.п. (за 2020 год: 18 б.п.).

В январе-феврале 2021 года наблюдался небольшой рост абсолютного значения спреда и его волатильности под влиянием операций Федерального казначейства. Так, в начале 2021 года объем средств, предлагаемых к размещению в банках Федеральным казначейством, снизился, что в период оттоков по бюджетному каналу привело к увеличению спроса на ликвидность и росту ставки RUONIA выше ключевой ставки Банка России. В начале февраля Федеральное казначейство нарастило объемы своих операций, в результате чего спрос на ликвидность на рынке снизился, и спред ставки RUONIA к ключевой ставке Банка России расширился и вернулся к отрицательным значениям.

Динамика рыночных ставок в сегменте овернайт в 2021 году в значительной степени была обусловлена ожиданиями банков повышения ключевой ставки Банка России. С марта по июль в соответствии с решениями Совета директоров Банка России ее значение увеличилось на 2,25 п.п. – с 4,25 до 6,5% годовых. Коммуникация Банка России позволяла участникам рынка формировать ожидания относительно будущей динамики ключевой ставки. Эти ожидания заранее отражались в ставках, по которым

банки заключали сделки на рынке. Так, в начале мартовского и апрельского периодов усреднения обязательных резервов спред ставки RUONIA к ключевой ставке Банка России несколько сузился, но оставался отрицательным, тогда как перед заседаниями Совета директоров Банка России 11 июня и 23 июля его величина переместилась в положительную область. Это оказывало влияние на стратегии банков по управлению ликвидностью. В периоды усреднения обязательных резервов, когда принимались решения по повышению ключевой ставки, банки стремились выполнить усреднение обязательных резервов с опережением, чтобы впоследствии разместить больше средств на депозиты в Банке России или на денежном рынке по более высокой ставке. Поэтому если в начале периодов усреднения банки поддерживали высокие остатки на корреспондентских счетах и неохотно размещали средства на денежном рынке и в Банке России, то после решений Совета директоров Банка России на фоне уже накопленного значительного усреднения обязательных резервов кредитные организации наращивали предложение ликвидности, и рыночные ставки временно снижались.

Ожидается, что в дальнейшем в условиях сохранения профицита ликвидности отрицательный спред рыночных ставок к ключевой ставке, по оценкам Банка России, в среднем не будет превышать 25 базисных пунктов.

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ И ПРОГНОЗ ЛИКВИДНОСТИ

В 2020–2021 годах в банковском секторе преимущественно сохранялся структурный профицит ликвидности. Это означает, что на корреспондентских счетах кредитных организаций было больше средств, чем им необходимо для выполнения обязательных резервных требований и проведения клиентских платежей. Поэтому Банк России, как и ранее, проводил депозитные аукционы и размещал купонные облигации. В отдельные периоды в конце декабря 2020 года и во второй половине января – начале февраля 2021 года в банковском секторе сформировался временный дефицит ликвидности. В эти периоды объем привлеченного кредитными организациями рефинансирования от Банка России, в том числе за счет специализированных механизмов и аукционов долгосрочного репо, превысил объем депозитов, размещенных ими в Банке России, и вложения в купонные облигации. С начала февраля приток средств в банки возобновился, и к середине месяца банковский сектор вернулся к устойчивому профициту ликвидности.

В 2020 году разнонаправленное влияние динамики бюджетных операций и наличных денег приводило к значительным изменениям ситуации с ликвидностью. Структурный баланс ликвидности в среднем по периодам усреднения обязательных резервов² изменялся от дефицита в размере 0,02 трлн руб. до профицита 3,8 трлн рублей. На конец 2020 года профицит составил 0,2 трлн руб., что ниже прогноза Банка России в размере 1,0–1,4 трлн руб., представленного в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 го-

² Рассматриваются периоды усреднения с 15.01.2020 по 12.01.2021. Среднее значение баланса ликвидности за период усреднения обязательных резервов позволяет более объективно, чем при рассмотрении значения на фиксированную дату, оценить влияние долгосрочных факторов (в частности, бюджетных операций, динамики наличных денег в обращении) на ликвидность банковского сектора и снизить эффект от временных стратегий отдельных кредитных организаций по управлению остатками средств на корреспондентских счетах.

дов. Основными факторами отклонения были меньший, чем ожидалось, приток ликвидности по бюджетному каналу и большой отток наличных денег в декабре.

В декабре 2020 года сезонное увеличение объема наличных денег в обращении было основным фактором оттока ликвидности. Этот отток оказался сопоставим со значением предыдущего года – экономические агенты не стали возвращать ранее полученные наличные средства в банки, а кредитные организации пополняли кассы и банкоматы, как и в декабре 2019 года. Однако прогноз Банка России содержал предпосылку о том, что прирост спроса на наличные деньги будет меньше за счет уже сформированных запасов. В результате по итогам года отток ликвидности из-за наличных денег оказался выше ожидаемых значений.

В то же время приток ликвидности от сезонно высокого объема операций по бюджетным счетам оказался заметно ниже, чем ожидалось. Это было связано с ростом налоговых поступлений, а также меньшим расходом бюджетных средств, которые не были полностью компенсированы соответствующим ростом объемов операций Федерального казначейства и других субъектов бюджетной системы по размещению временно свободных средств в банках, как предполагал Банк России.

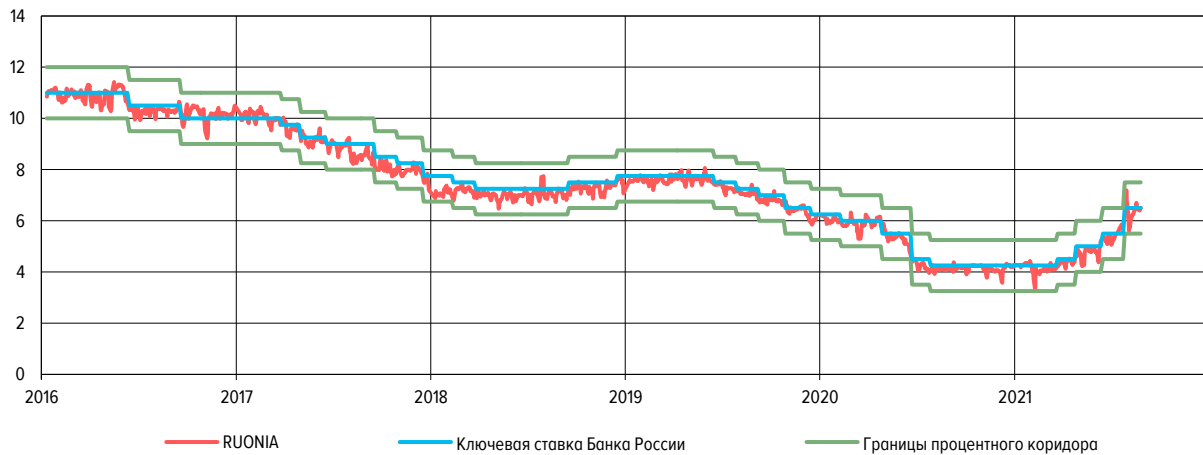
В январе и начале февраля 2021 года формирование дефицита ликвидности было вызвано преимущественно разовыми факторами: траекторией бюджетных потоков и стратегиями банков по выполнению усреднения обязательных резервов. Сезонно в начале года бюджетные доходы превышают расходы. Однако особенностью 2021 года было отсутствие при этом компенсирующего увеличения объема размещения временно свободных бюджетных средств со стороны Федерального казначейства. С февраля приток средств по операциям Федерального казначейства возобновился. Объем этих операций значительно превысил отток средств из-за сезонного превышения бюджетных доходов над расходами и возросшего объема размещений облигаций федерального займа на внутреннем рынке Минфином России. В результате на начало августа 2021 года структурный профицит ликвидности составил 1,7 трлн рублей.

В целом в январе-июле 2021 года налоговые поступления в бюджет продолжили восстанавливаться и превысили уровень как 2020, так и 2019 года. При этом бюджетные расходы были сезонно невысокими. Их рост в отдельные месяцы объяснялся разовыми факторами, такими как индексация социальных пособий, а также субсидии банкам по программе ФОТ 2.0³. Отток ликвидности из банков за счет превышения бюджетных доходов над расходами и размещения облигаций федерального займа был частично компенсирован операциями Минфина России по покупке валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила. Однако главным фактором притока ликвидности по бюджетному каналу в первой половине 2021 года были операции Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств. Начиная с 2021 года значительная часть средств бюджетов бюджетной системы аккумулируется на Едином казначейском счете. В итоге Федеральное казначейство получило возможность размещать средства, которые ранее хранились не только на Едином счете федерального бюджета, но и на ряде других счетов в Банке России. Кроме того, в марте на Единый казначейский счет поступила часть дохода Банка России от реализации пакета акций ПАО Сбербанк в объеме

³ ФОТ 2.0 – кредитная программа, направленная на поддержку занятости (кредиты по ставке 2% годовых для заемщика со списанием при условии сохранения занятости).

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
(% годовых)

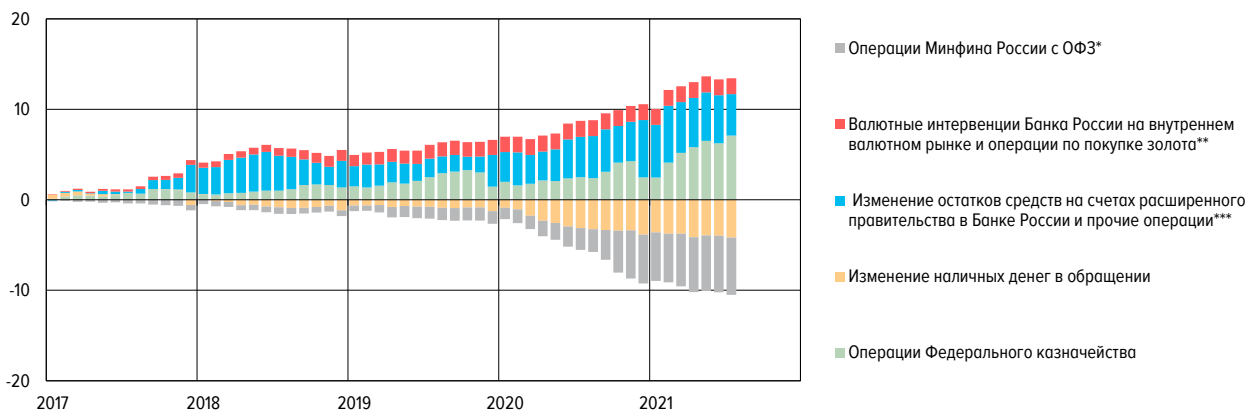
Рис. 4.1



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 4.2



* С учетом купонных выплат.

** Валютные интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке не проводились с 28.07.2015.

*** Без учета операций по депозитам, репо и своп Федерального казначейства, операций Федерального казначейства по размещению средств на банковских счетах в кредитных организациях и операций Минфина России с ОФЗ, включая операции Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, расчеты по операциям Банка России «валютный своп» по продаже долларов США за рубли и прочие операции.

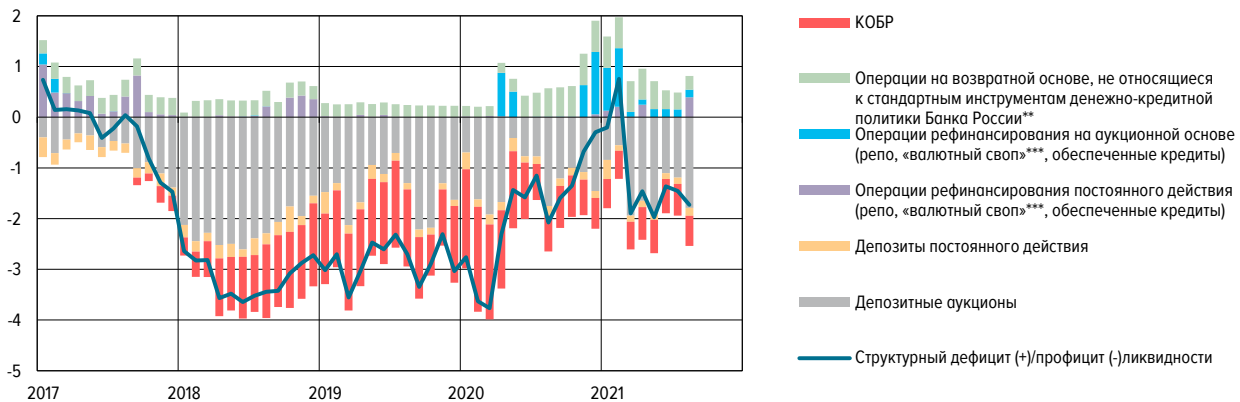
Источник: Банк России.

0,2 трлн руб., что также расширило возможности Федерального казначейства по дополнительному размещению средств в банках.

Динамика наличных денег в обращении в январе-июле 2021 года в целом приблизилась к траектории, которая наблюдалась до начала пандемии. В начале года, после новогодних праздников, объем наличных денег в обращении сезонно снизился. Однако приток средств за счет этого фактора был ниже, чем в предыдущие годы. А в феврале-июле рост объема наличных денег в обращении, напротив, был несколько выше. Снижение объема списаний и поступлений наличных денег в кассы Банка России и кредитных организаций может быть связано с активным использованием безналичных платежей. Также в расчетах продолжают использоваться сформированные в течение 2020 года запасы наличных денег.

СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ*
(трлн руб.)

Рис. 4.3



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

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

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

Источник: Банк России.

Перед майскими праздниками временно увеличился спрос на наличные деньги. Кредитные организации пополняли кассы и банкоматы, как и в аналогичные периоды прошлых лет. Однако за счет большего количества объявленных нерабочих дней отток ликвидности из банков превысил средние сезонные значения. При этом уже в мае после инкассации выручки предприятий розничной торговли эти средства в сопоставимом объеме вернулись в банки.

Рост обязательных резервов, которые банки должны поддерживать в Банке России, в результате увеличения депозитной базы и валютной переоценки обязательств кредитных организаций способствовал некоторому повышению потребности банков в ликвидности.

На конец 2021 года, по оценкам Банка России, профицит ликвидности составит 0,8–1,4 трлн рублей. Этот прогноз учитывает предпосылку о постепенном возврате в банки части наличных денег, спрос на которые повысился в период пандемии. Однако этот процесс может быть растянут на ближайшие несколько лет. Кроме того, ожидается, что Федеральное казначейство по итогам года снизит уровень остатков бюджетных средств на Едином казначейском счете в Банке России. В результате больший, чем в предыдущие годы, объем временно свободных средств бюджетной системы будет размещен в банках. По оценкам, дополнительно по итогам года в банках может быть размещено 1,4–1,7 трлн рублей. Также приток ликвидности в размере 0,2 трлн руб. составят бюджетные расходы, которые будут профинансированы за счет полученной части доходов Банка России от реализации в 2020 году пакета акций ПАО Сбербанк.

В дальнейшем на трехлетнем горизонте возможно снижение профицита ликвидности и даже переход к дефициту. Так, на конец 2024 года, по оценкам Банка России, в базовом сценарии профицит ликвидности составит 0,2 трлн рублей. В сценарии «Усиление пандемии» возможен переход к дефициту ликвидности в размере 0,1 трлн рублей. Эти оценки рассчитаны исходя из основных параметров макроэкономическо-

го прогноза Банка России и с учетом бюджетных проектировок Минфина России (см. раздел 2 [«Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2021–2024 годах»](#)).

ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В 2021 году в условиях структурного профицита ликвидности Банк России, как и ранее, для достижения операционной цели денежно-кредитной политики использовал в качестве основных операций депозитные аукционы на срок 1 неделя. Также для сближения ставок овернайт с ключевой ставкой в конце периодов усреднения обязательных резервов, когда на денежном рынке, как правило, формируется избыточное предложение ликвидности, Банк России продолжал проводить депозитные аукционы «тонкой настройки».

В начале 2021 года из-за оттоков средств по бюджетному каналу Банк России снизил предложение на недельных депозитных аукционах. За январский период усреднения на недельных депозитах в среднем в день было размещено порядка 0,8 трлн рублей. После возобновления притока ликвидности по операциям Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств в банках с февральского по июльский период усреднения объем средств на недельных депозитах увеличился до 1,5 трлн руб. в среднем в день. В 2021 году Банк России продолжил выпускать купонные облигации с целью абсорбирования устойчивой части избыточной ликвидности на длительные сроки. Объем их размещения в январе-июле изменялся незначительно – в диапазоне 0,5–0,6 трлн рублей. Данный уровень позволял сохранить гибкость в управлении ликвидностью с помощью недельных депозитных аукционов.

Банк России продолжил проведение аукционов репо на срок 1 месяц по фиксированной ставке и на срок 1 год по плавающей ставке, чтобы, как и ранее, обеспечить возможность для отдельных кредитных организаций компенсировать локальные дисбалансы распределения ликвидности. Однако в феврале из-за притока средств по бюджетному каналу потребность банков в ликвидности снизилась. Это позволило банкам практически полностью погасить задолженность по данным операциям: спрос на репо на срок 1 месяц в феврале составил 0,05 трлн рублей. В апреле Банк России снизил максимальный объем предоставления средств на аукционе репо на срок 1 месяц с 1,5 до 0,1 трлн рублей. Спрос банков на эти операции при этом несколько возрос, и задолженность сохранялась на уровне 0,1 трлн рублей. В дальнейшем в случае необходимости лимиты на аукционах репо на сроки 1 месяц и 1 год могут быть пересмотрены в зависимости от ситуации с ликвидностью в банковском секторе.

В 2021 году спрос на кредиты постоянного действия, обеспеченные нерыночными активами, в отдельные периоды увеличивался, что было связано, как правило, с требованиями по выполнению системно значимыми кредитными организациями норматива краткосрочной ликвидности. Задолженность банков по специализированным механизмам рефинансирования постепенно снижалась. В 2020 году в условиях пандемии Банк России временно ввел инструменты по предоставлению ликвидности банкам с общим лимитом 500 млрд руб. на льготных условиях. Это стимулировало банки выдавать кредиты нефинансовым организациям на выплату заработной пла-

ты и другие неотложные нужды, а также иные кредиты субъектам малого и среднего предпринимательства. В 2021 году на фоне восстановления экономической активности и действия правительственных программ по субсидированию процентных ставок по банковским кредитам на неотложные нужды и сохранение занятости требования Банка России к кредитным организациям по данным инструментам планомерно снижались и на 1 августа составили 0,1 трлн рублей. К концу 2021 года данные кредиты будут погашены полностью.

Согласно действующей системе инструментов при структурном профиците основное регулирование объема ликвидности, как и ранее, будет осуществляться Банком России с помощью еженедельных депозитных аукционов. Устойчивая часть избытка ликвидности будет абсорбироваться через выпуск купонных облигаций, а объем эмиссии каждого выпуска также будет устанавливаться на основании прогноза ликвидности. Переход к структурному дефициту, принимая во внимание текущие макроэкономические прогнозы, в ближайшие годы маловероятен, однако и на такой случай у Банка России готовы к применению все необходимые инструменты, а текущей операционной процедурой предусмотрен порядок их использования. При необходимости в операционную процедуру денежно-кредитной политики могут быть внесены изменения.

ВРЕЗКА 8. СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА В 2021 ГОДУ: О ЧЕМ ГОВОРИТ ЕГО ДИНАМИКА

Структурный профицит (избыток) ликвидности – ситуация, при которой банковский сектор испытывает потребность в размещении средств в центральном банке. Это происходит в случае, когда при притоке денег в банки на их корсчетах образуется больше средств, чем им необходимо для проведения клиентских расчетов и выполнения обязательных резервных требований. Обратная ситуация, когда кредитным организациям для осуществления нормальной деятельности необходимо привлекать средства у центрального банка, называется структурным дефицитом ликвидности.

Структурный профицит (дефицит) ликвидности определяется действием автономных факторов формирования ликвидности – статей баланса центрального банка, находящихся за рамками денежно-кредитной политики. К числу автономных факторов формирования ликвидности относят валютные интервенции на внутреннем рынке, покупки иных активов в целях, не связанных с проведением денежно-кредитной политики, изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в центральном банке, изменение объема наличных денег в обращении и прочие операции. Все эти операции приводят к изменению уровня корсчетов кредитных организаций в центральном банке. Спрос банковского сектора на ликвидность зависит от уровня нормативов обязательных резервов и поэтому, как правило, изменяется несильно. В связи с этим в обычных условиях изменения уровня ликвидности за счет действия автономных факторов должны быть компенсированы операциями центрального банка по предоставлению или абсорбированию ликвидности.

Длительное накопленное действие автономных факторов приводит к формированию структурного избытка или дефицита ликвидности. Например, если центральный банк в течение длительного периода приобретал на внутреннем рынке иностранную валюту для формирования международных резервов – скорее всего, в банковском секторе сформируется структурный избыток ликвидности (рис. В-8-1). Более того, структурный профицит может сохраниться в течение длительного времени даже после того, как центральный банк прекратит проведение таких операций. С другой стороны, постепенный рост объема наличных денег в обращении, который наблюдается практически во всех экономиках мира,

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ В БАЛАНСЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА.
ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК – ЧИСТЫЕ ИНОСТРАННЫЕ АКТИВЫ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Рис. В-8-1

Активы	Пассивы
Чистые иностранные активы	Корсчета банков (ликвидность банковского сектора)
	Средства на счетах органов бюджетной системы и иных клиентов центрального банка, кроме банков
	Наличные деньги в обращении
	Прочие обязательства
	Капитал
Ценные бумаги и иные требования к нефинансовому сектору	Обязательства перед банками по возвратным операциям абсорбирования ликвидности (в том числе облигации центрального банка в обращении)
Прочие активы	
Требования к банкам по возвратным (срочным) операциям по предоставлению ликвидности	

**СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ В БАЛАНСЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА.
ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК – НАЛИЧНЫЕ ДЕНЬГИ В ОБРАЩЕНИИ**

Рис. В-8-2

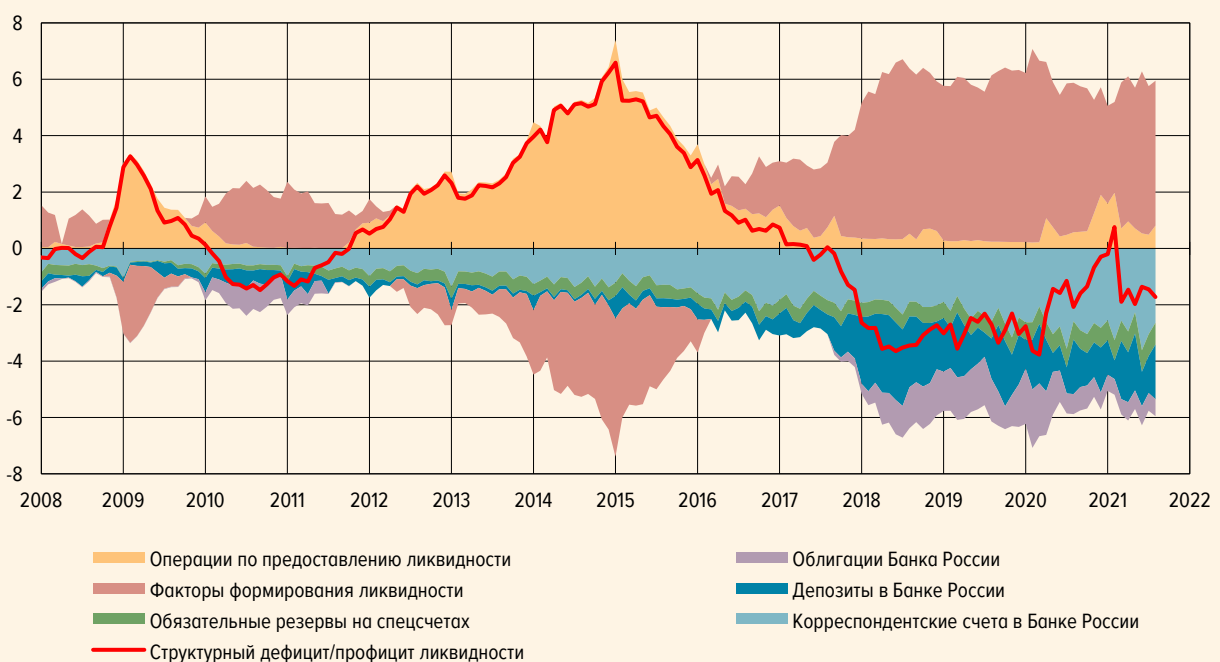
Активы	Пассивы
Чистые иностранные активы	Корсчета банков (ликвидность банковского сектора)
Ценные бумаги и иные требования к нефинансовому сектору	Средства на счетах органов бюджетной системы и иных клиентов центрального банка, кроме банков
Прочие активы	Наличные деньги в обращении
Требования к банкам по возвратным (срочным) операциям по предоставлению ликвидности	Прочие обязательства
	Капитал
	Обязательства перед банками по возвратным операциям абсорбирования ликвидности (в том числе облигации центрального банка в обращении)

приводит к оттоку ликвидности из банковского сектора, что способствует формированию структурного дефицита ликвидности (рис. В-8-2).

С начала 2017 года российский банковский сектор функционировал при устойчивом структурном профиците ликвидности, сформировавшемся в результате трат суверенных фондов и операций, направленных на финансовое оздоровление кредитных организаций. Однако в конце 2020 – начале 2021 года ситуация с ликвидностью резко изменялась в течение короткого периода. В декабре 2020 года в российском банковском секторе сформировался структурный дефицит ликвидности. Впервые за долгое время банки привлекли у Банка России по операциям рефинансирования больше средств, чем разместили в депозиты и облигации Банка России. В январе 2021 года структурный дефицит продолжил увеличиваться, сменившись в начале февраля структурным профицитом (рис. В-8-3).

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(трлн руб.)

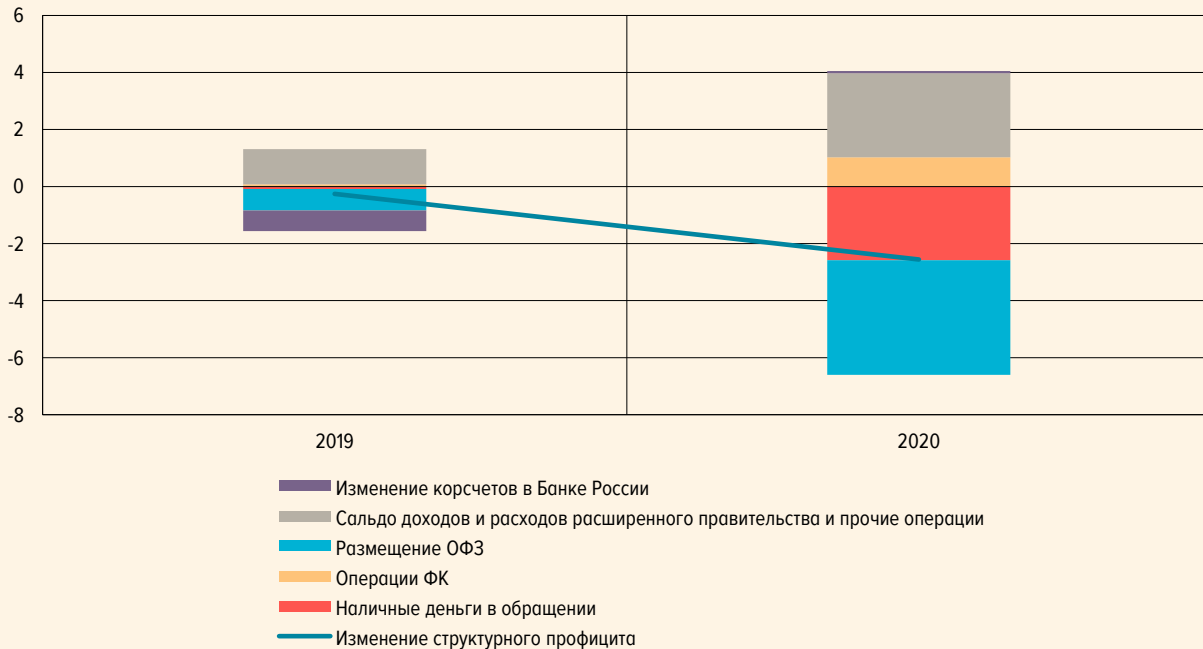
Рис. В-8-3



Источник: Банк России.

ФАКТОРЫ ИЗМЕНЕНИЯ СТРУКТУРНОГО ПРОФИЦИТА В 2019 – 2020 ГОДАХ
(трлн руб.)

Рис. В-8-4



Источник: Банк России.

Такие резкие изменения весьма необычны для российского банковского сектора. Причины этого явления заключаются в следующем.

В 2020 году рост спроса экономических агентов на наличные средства привел к оттоку ликвидности из банков. Чтобы пополнить банкоматы и кассы, банки приобретали наличные деньги у Банка России, расплачиваясь средствами со своих корсчетов. Для выполнения усреднения обязательных резервов банки обязаны поддерживать определенный уровень остатков средств на корсчетах. Это вынуждало их снижать вложения в депозиты и облигации Банка России. Отток ликвидности в течение 2020 года при увеличении объема наличных денег в обращении привел к значительному снижению структурного профицита ликвидности по сравнению с умеренной динамикой данного фактора годом ранее (рис. В-8-4).

На ликвидность банковского сектора традиционно существенно влияют операции по счетам бюджетной системы. В 2020 году в условиях пандемии расходы бюджетной системы выросли, а доходы сократились. Поэтому бюджетные расходы финансировались в том числе за счет размещений государственного внутреннего долга и сокращения остатков средств бюджета в банковском секторе. Кроме того, в 2020 году Банк России перечислил в федеральный бюджет часть доходов от продажи ПАО «Сбербанк». Данные средства потенциально могли поступить в банковский сектор в виде бюджетных расходов или операций Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств. Таким образом, по итогам 2020 года в банковский сектор мог поступить значительный объем средств.

Однако в целом влияние операций бюджетной системы на ликвидность банковского сектора в 2020 году оказалось близким к нейтральному. Это связано с тем, что доходы бюджетной системы сложились на более высоком уровне, чем прогнозировалось ранее, а расходы не были исполнены в полном объеме. При этом в отличие от предыдущих лет Федеральное казначейство не в полном объеме разместило накопленные на счетах в Банке России средства в банковском секторе, а остатки средств бюджетной системы на счетах

в Банке России по итогам 2020 года выросли. Влияние этих факторов ликвидности – изменения объема наличных денег в обращении и изменения остатков средств на бюджетных счетах в Банке России – способствовало снижению структурного профицита ликвидности по итогам 2020 года.

Помимо среднесрочных тенденций, на ликвидность банковского сектора влияет внутригодовая и внутримесячная сезонность автономных факторов. Так, осенью-зимой 2020 года Минфин России нарастил размещение ОФЗ на внутреннем рынке. Одновременно Федеральное казначейство для финансирования запланированных бюджетных расходов сокращало остатки средств, размещенных в банках. Вместе с тем в конце календарного года произошел традиционный отток ликвидности за счет временного роста объема наличных денег в обращении перед длительными выходными. В результате в отдельные дни в декабре 2020 года в банковском секторе формировался структурный дефицит ликвидности. Однако по состоянию на конец года в банковском секторе сформировался ее структурный профицит в результате финансирования бюджетных расходов в последние дни декабря.

Отток ликвидности сохранился в январе 2021 года, когда традиционно достаточно высокие налоги, а расходы формируются на умеренном уровне. Таким образом, приток ликвидности за счет сезонного снижения объема наличных денег в обращении и бюджетных расходов не компенсировал ее отток за счет доходов бюджета. Обычно в начале календарного года Федеральное казначейство увеличивает свои остатки на счетах в банках, размещая средства, полученные за счет бюджетных доходов и размещений ОФЗ и не использованные для финансирования расходов. Однако в январе 2021 года этого не произошло: в течение января Федеральное казначейство не только не наращивало, но и сокращало объем средств, размещенных в банках. В условиях неопределенности относительно дальнейших действий Федерального казначейства банки привлекали кредиты Банка России для выполнения усреднения обязательных резервов. Структурный дефицит ликвидности при этом увеличивался.

Уже в конце января Федеральное казначейство резко увеличило объем размещения средств в банках. Это стало возможным в том числе в результате перехода на Единый казначейский счет. Средства, которые ранее хранились на большом количестве счетов в Банке России и не поступали в банковский сектор, теперь попали в распоряжение Федерального казначейства, которое может более эффективно управлять ими, в том числе размещая в банковском секторе. В результате общий уровень остатков средств бюджетной системы в Банке России снизился, объем средств, размещенных в банках, напротив, возрос. Это дало кредитным организациям возможность заместить заимствования у Банка России привлеченными бюджетными средствами. В результате банки выполнили усреднение обязательных резервов с большим опережением, поэтому к концу периода усреднения у них образовался значительный объем избыточных средств на корсчетах. Банки разместили средства на депозитном аукционе «тонкой настройки», что привело к росту структурного профицита на 2,7 трлн руб. за последние два дня периода усреднения. На следующий день, с началом нового периода усреднения, банки вновь нарастили корсчета, а структурный профицит сократился на 2,7 трлн рублей.

Другим фактором повышенной волатильности структурного профицита в 2021 году были стратегии банков по выполнению усреднения в условиях ожиданий повышения ключевой ставки в отдельные периоды усреднения. В эти периоды банки стремились поддержать более высокие корсчета в начале периода, до повышения ставок на рынке, чтобы затем в конце периода размещать средства в Банке России и на денежном рынке на более выгодных условиях. В результате структурный профицит был более низким в начале периодов и значительно рос к их концу.

Таким образом, структурный профицит (дефицит) может значительно колебаться в течение месяца в зависимости от траектории бюджетных доходов и расходов, стратегий банков по выполнению усреднения. Эти колебания ничего не говорят о долгосрочных тенденциях в динамике этого показателя. В связи с этим при анализе ситуации с ликвидностью целесообразно рассматривать не ежедневные значения структурного профицита, а его значение в среднем за период усреднения. Так, за периоды усреднения с февраля по июль 2021 года средний размер структурного профицита почти не изменялся и колебался в диапазоне 1,4–1,8 трлн руб., хотя в отдельные дни он принимал значения от 0,3 до 4,1 трлн рублей.

В течение года структурный профицит меняется в зависимости от внутригодовой динамики операций по счетам бюджета и наличных денег в обращении, а также операционных особенностей деятельности органов бюджетной системы. Прогноз, который Банк России представляет в том числе в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики, предполагает, что корсчета кредитных организаций в Банке России будут соответствовать уровню, необходимому для усреднения в соответствующем периоде, а Федеральное казначейство и финансовые органы субъектов Российской Федерации будут компенсировать влияние бюджетных доходов, расходов и операций по привлечению средств на ликвидность с помощью своих операций по размещению средств. Также предполагается равномерная траектория выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями. При этом в своем прогнозе Банк России учитывает долгосрочные тенденции автономных факторов формирования ликвидности, такие как ожидаемый возврат в банковскую систему части наличных денег, изъятых в 2020 году, и рост возможностей Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств в результате перехода на Единый казначейский счет.

Изменение объема ликвидности, в том числе переход от структурного профицита к дефициту и обратно, не влияет на банковский сектор и характер проводимой денежно-кредитной политики. Нередко вызывающий негативные ассоциации термин «дефицит ликвидности» не говорит о возникновении кризисных явлений или признаков нестабильности, а наряду с профицитом является абсолютно здоровым состоянием банковского сектора. Состояние ликвидности определяет лишь направленность и объем операций, которые Банк России проводит для управления ликвидностью банковского сектора и достижения своей операционной цели – сближения ставок на рынке межбанковского кредитования с ключевой. Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России настроена так, чтобы позволить ему управлять ставками при любой ситуации с ликвидностью банковского сектора.

Вместе с тем ситуация с ликвидностью банковского сектора влияет на положение ставок денежного рынка в процентном коридоре. В периоды структурного дефицита ликвидности операционный ориентир денежно-кредитной политики – ставка RUONIA – формируется с небольшим положительным спредом к ключевой ставке. При структурном профиците в банковском секторе спред RUONIA к ключевой ставке, как правило, отрицательный. Банк России учитывает наличие и размер этого спреда при принятии решений об уровне ключевой ставки. В том числе для этих целей Банк России осуществляет прогноз ликвидности на три года.

То, за счет каких источников формируется структурный профицит ликвидности, также не имеет самостоятельного значения для банковских балансов и трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Например, если средства на счетах Федерального казначейства будут использованы для финансирования бюджетных расходов, они окажутся в банковском секторе в виде остатков на счетах физических и юридических лиц. В противном случае Федеральное казначейство может самостоятельно разместить избыточные

средства на счетах в кредитных организациях. Если бы Федеральное казначейство предпочло оставить средства на счетах в Банке России, кредитные организации привлекали бы необходимое фондирование на денежном рынке или у Банка России. Таким образом, активы банков в любом случае будут профинансированы банковскими обязательствами, стоимость которых будет определяться на рыночных условиях с учетом преобладающего в экономике уровня ставок.

С помощью своей операционной процедуры Банк России обеспечивает формирование ставок на денежном рынке вблизи ключевой ставки. Федеральное казначейство также размещает средства по ставкам, близким к ключевой. Остатки средств на текущих счетах клиентов банков, как правило, не оплачиваются, однако получатели бюджетных средств стремятся разместить их в доходные инструменты. В этих условиях, если центральный банк успешно управляет краткосрочными ставками денежного рынка, а кредитные организации конкурируют между собой за средства вкладчиков, размер структурного профицита и источники его формирования не повлияют на денежно-кредитные условия в экономике.

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

Как было указано в разделе 1, основной целью денежно-кредитной политики Банка России является ценовая стабильность, а основным инструментом ее достижения – ключевая ставка Банка России. Влияние ключевой ставки на динамику цен обеспечивается множеством разнообразных причинно-следственных связей. Ключевая ставка влияет на уровень ставок по кредитам и депозитам, котировки ценных бумаг, динамику курса рубля. Ценовые параметры, складывающиеся на различных сегментах финансового рынка, в свою очередь влияют на сбережения, потребление, инвестиции, объемы и структуру внешней торговли. В результате изменяются совокупный спрос в экономике и уровень цен.

Комплекс причинно-следственных связей, через которые изменение ключевой ставки и иные решения по денежно-кредитной политике влияют на спрос и цены, обозначается термином «трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики». Анализируя функционирование трансмиссионного механизма, необходимо учитывать ряд его основных свойств. Во-первых, ключевая ставка – важный, но не единственный фактор, влияющий на формирование цен в национальной экономике. Наряду с денежно-кредитной политикой на ценовую динамику влияет множество структурных, институциональных и конъюнктурных факторов (так называемых немонетарных факторов) – от демографической ситуации до погодных условий или конъюнктуры мировых рынков (схема 1). В зависимости от их влияния при одном и том же уровне ключевой ставки инфляция может как расти, так и снижаться.

Во-вторых, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики является частью экономики и развивается вместе с ней. Структурные сдвиги в экономике (цифровизация, изменение сберегательных предпочтений населения, глобальные климатические изменения) приводят к росту значимости одних элементов трансмиссионного механизма и снижению других. Кроме того, шоки (эпидемии, природные и техногенные катастрофы) могут привести к изменению функционирования трансмиссионного механизма, исчерпывающемуся по мере преодоления последствий шока.

В каждый момент времени, принимая решения в области денежно-кредитной политики, Банк России учитывает текущее состояние основных факторов инфляции и особенности функционирования трансмиссионного механизма, сложившиеся к этому моменту¹. В данном приложении будут охарактеризованы общие закономерности функционирования трансмиссионного механизма, преобладавшие в последние годы².

¹ Подробнее о моделях, используемых Банком России при информационном обеспечении принятия решений в области денежно-кредитной политики, см. раздел [«Прогнозирование и модельный аппарат»](http://www.cbr.ru/dkp/system_pl/) (http://www.cbr.ru/dkp/system_pl/) официального сайта Банка России.

² Подробнее о факторах инфляции, связанных с пандемией COVID-19, см. Приложение 4 [«Немонетарные факторы инфляции в 2021 году»](#) и врезку 7 [«Влияние пандемии на структурные изменения в экономике»](#).

Но необходимо учитывать, что влияние каждого решения Банка России по ключевой ставке на российскую экономику определялось не только описанными в приложении общими закономерностями, но и специфическими обстоятельствами соответствующего периода.

В-третьих, денежно-кредитная политика позволяет устойчиво влиять на уровень инфляции, но не на экономический рост. В краткосрочной перспективе мягкая денежно-кредитная политика может способствовать снижению рыночных ставок до уровня ниже нейтрального (см. врезку 2 [«Нейтральная процентная ставка»](#)) и стимулировать экономический рост за счет мобилизации недозагруженных факторов производства (закрытия отрицательного разрыва выпуска, см. врезку 11 [«Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных \(разрывов\)»](#)). Однако если проводить мягкую денежно-кредитную политику в течение длительного времени³, спрос растет быстрее, чем возможности наращивания выпуска, что неизбежно ведет к росту инфляции. Неопределенность будущей динамики цен в свою очередь снижает привлекательность долгосрочного кредитования для банков и готовность инвесторов размещать средства в долгосрочные облигации. Снижение доступности инвестиционных ресурсов для предприятий в более длительной перспективе подрывает экономическую активность. И, напротив, высокие ставки могут сдерживать текущий спрос в экономике, но закрепление низкой инфляции и рост доступности инвестиционных ресурсов со временем позволяют ускорить экономический рост.

Везде, где прямо не указано иное, далее будет характеризоваться только непосредственное влияние денежно-кредитной политики на совокупный спрос. Однако необходимо учитывать, что такое влияние эффективно в тех случаях, когда денежно-кредитная политика способствует возвращению экономики к долгосрочному равновесию (восстановлению экономической активности в период рецессии или охлаждению перегретой экономики). Если экономика близка к долгосрочному равновесию (разрыв выпуска близок к нулю), денежно-кредитная политика влияет преимущественно на уровень инфляции, что, как было описано выше, в длительной перспективе может воздействовать на потенциальный выпуск через изменение доступности инвестиционных ресурсов.

Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике

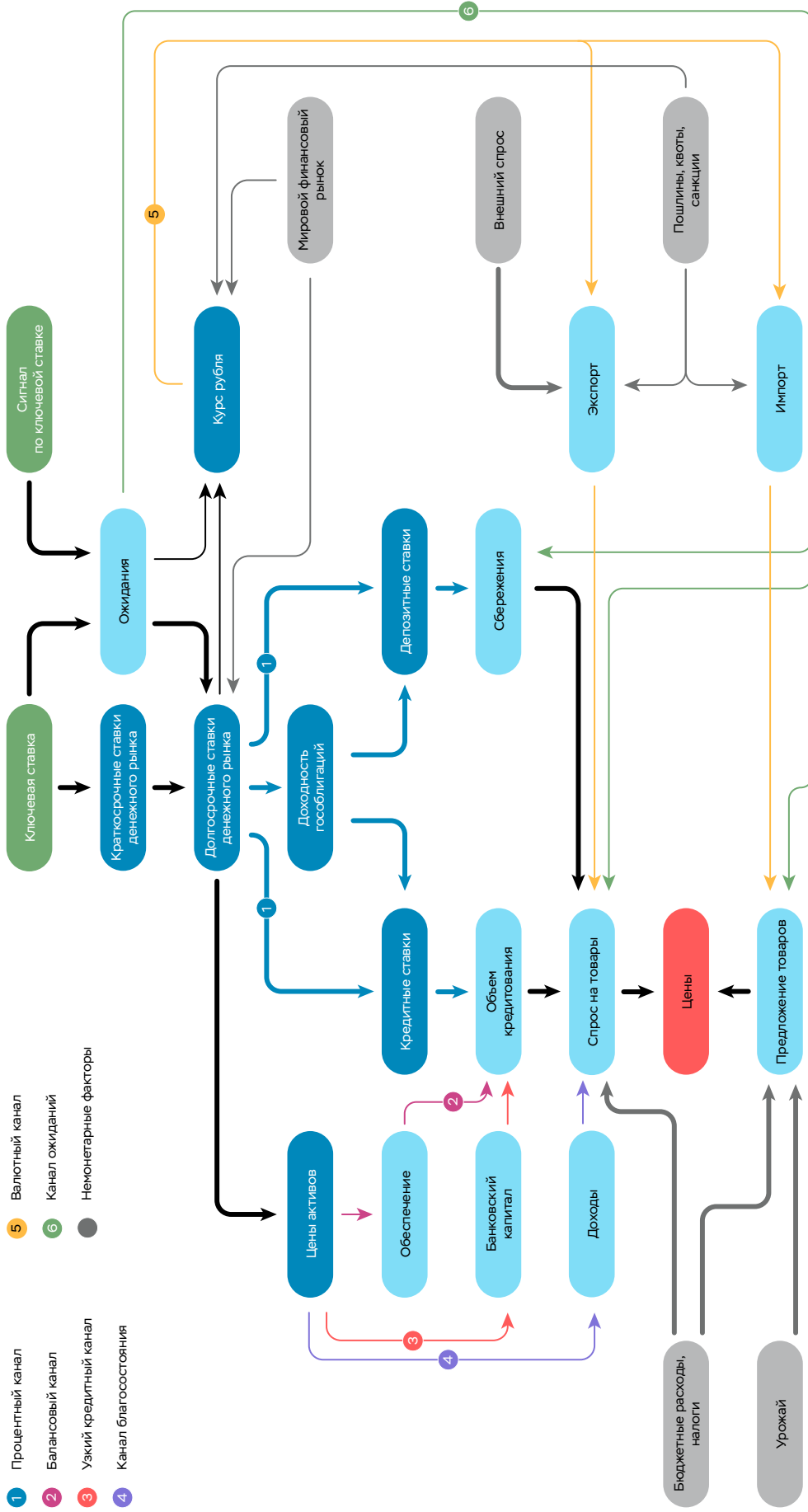
В основе трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики лежит влияние ключевой ставки Банка России на ценовые параметры всех сегментов российского финансового рынка. Это влияние реализуется в несколько этапов (схема 1).

На первом этапе изменение ключевой ставки приводит к почти мгновенному изменению однодневных ставок денежного рынка, прежде всего ставок по межбанковским

³ Чем дольше история ценовой стабильности в стране, чем привычнее стабильно низкая инфляция, тем дольше мягкая денежно-кредитная политика позволяет стимулировать экономику без негативных инфляционных последствий. К 2020 году, благодаря снижению уровня инфляции и уменьшению ее волатильности, в России уже появились возможности для проведения контрциклической денежно-кредитной политики. Мягкая денежно-кредитная политика, проводимая в 2020 году, позволила смягчить падение экономической активности в условиях пандемии. Однако пока инфляционные ожидания в России недостаточно устойчивы и возможности использования стимулирующей денежно-кредитной политики ограничены. Это еще одна причина стремиться к закреплению ценовой стабильности. Длительная ценовая стабильность расширяет возможности центрального банка эффективно поддерживать экономику в периоды кризисов.

Схема 1

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ



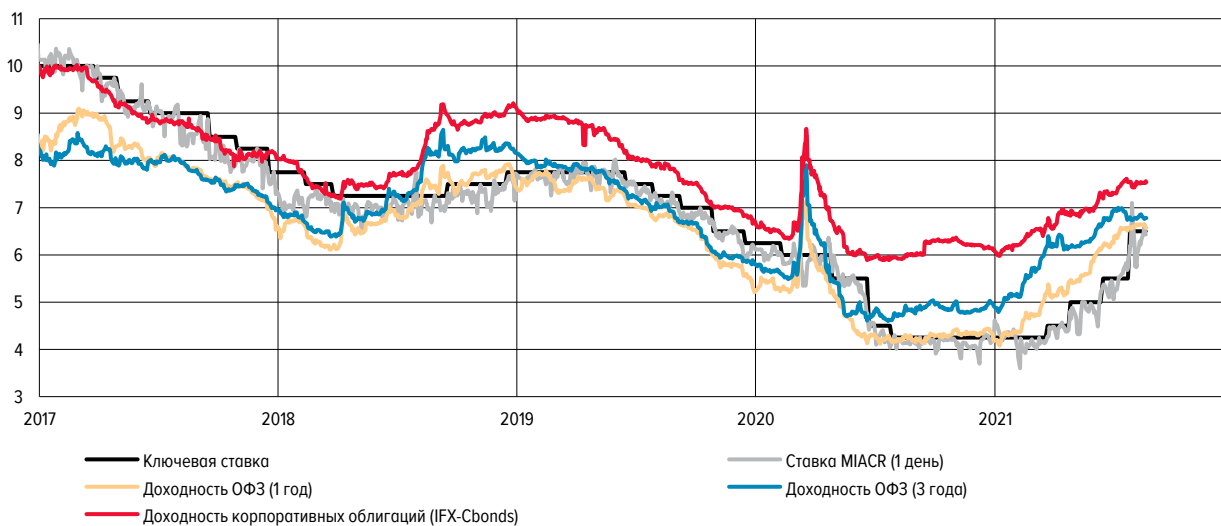
кредитам (МБК). Банк России управляет ликвидностью банковского сектора, абсорбируя избыточную ликвидность или предоставляя недостающую (раздел 4 «[Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2021 году и 2022–2024 годах](#)»). За счет этого ставки денежного рынка постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России (рис. П-1-1).

На втором этапе изменения однодневные ставки денежного рынка транслируются в динамику ставок денежного рынка большей срочности⁴. Для формирования средне- и долгосрочных ставок денежного рынка значим 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, в первую очередь сигналом о возможных решениях по денежно-кредитной политике в будущем. Если банки ожидают роста ставок по однодневным операциям, ставки по МБК большей срочности будут повышаться еще до роста однодневных ставок (кредиторы, ожидающие повышения ставок, могут размещать средства в сегменте однодневных кредитов в ожидании роста ставок, и заемщики, желающие привлечь средства на длительный срок, вынуждены соглашаться на более высокие 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 0,75–1 п.п.; ставок сроком от 1 до 3 лет – на 0,15–0,45 п.п.; ставок сроком более 3 лет⁵ – от 0,1 до 0,35

ДИНАМИКА СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ
(% годовых)

Рис. П-1-1



Источник: расчеты Банка России.

⁴ Объемы межбанковских кредитных сделок сроком свыше 3 месяцев невелики. Колебания среднерыночных ставок по таким сделкам могут определяться не изменением рыночного уровня ставок, а сдвигами в составе участников рынка или параметрами единичной крупной сделки. Поэтому для целей анализа трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, как правило, используются заявляемые ставки по межбанковским кредитам или котировки производных финансовых инструментов на процентные ставки.

⁵ В предыдущих выпусках Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики оценки давались для сроков 1–5 лет и свыше 5 лет. В целях повышения сопоставимости оценок со стандартными группировками сроков в банковской статистике осуществлен переход к срокам 1–3 года и свыше 3 лет.

процентного пункта⁶. Чем выше срочность операций, тем слабее ставки по ним реагируют на изменение однодневных МБК. Это может объясняться тем, что участники рынка, видя повышение ключевой ставки, ожидают, что оно будет способствовать снижению инфляции и, соответственно, ставок в будущем. Опыт последних лет дает для этого определенные основания: на протяжении пяти лет может смениться несколько циклов повышения и снижения ключевой ставки (рис. П-1-1). По мере закоривания инфляционных ожиданий влияние краткосрочных ставок на долгосрочные снижается: участники рынка в большей степени уверены в возвращении инфляции (а вслед за ней – и краткосрочных ставок) к равновесным уровням. Заякоривание инфляционных ожиданий в последние годы стало одной из причин уменьшения оценок влияния краткосрочных ставок на долгосрочные к 2021 году в сравнении с предыдущими периодами.

Крупные банки и финансовые компании, совершающие операции на денежном рынке, являются также активными участниками рынка облигаций, особенно сегмента государственных облигаций. У таких участников рынка всегда есть выбор между размещением средств на денежном рынке и на рынке ценных бумаг. Поэтому, как правило, изменение доходности облигаций происходит почти синхронно с изменением ставок по долгосрочным МБК. На формирование доходности облигаций, наряду с динамикой ставок денежного рынка, влияет широкий спектр других факторов, в частности крупные размещения облигаций, выход на рынок (или уход с рынка) крупных участников, для корпоративных облигаций – изменение оценок уровня риска в национальной экономике.

Долгосрочные ставки денежного рынка и доходность облигаций часто начинают изменяться не после изменения ключевой ставки, а до него – когда у участников рынка формируются устойчивые ожидания того, что ключевая ставка будет изменена в обозримом будущем. Примерами могут быть снижение доходности облигаций в начале 2019 года или повышение в начале 2021 года – за несколько месяцев до соответствующего изменения ключевой ставки (рис. П-1-1).

На третьем этапе доходность облигаций и долгосрочные ставки денежного рынка влияют на формирование ставок по банковским кредитам и депозитам. С одной стороны, кредиты, облигации и долгосрочные сделки на денежном рынке с точки зрения банков являются «товарами-заменителями» и доходность этих операций должна быть сопоставимой. С другой стороны, 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 10 [«Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям»](#)).

Формирование кредитных и депозитных ставок – самый сложный этап трансмиссии изменений ключевой ставки на ставки по другим финансовым инструментам, подвер-

⁶ Здесь и далее, если прямо не указано обратное, подразумевается, что влияние одних экономических показателей на другие является симметричным. К примеру, если прирост однодневной ставки способствует повышению ставок по кредитам сроком до 1 года на 0,75 п.п., то снижение однодневной ставки на 1 п.п. ведет к уменьшению ставки по кредитам сроком до 1 года на те же 0,75 процентного пункта. Кроме того, все оценки приводятся при прочих равных условиях, то есть при условии неизменности других факторов, которые могут оказывать влияние на итоговый показатель, в том числе и ожиданий относительно изменений денежно-кредитной политики в будущем. Если участники рынка воспринимают изменение ключевой ставки как первый шаг длительного цикла повышения или снижения ставок, ставки по долгосрочным финансовым инструментам могут реагировать на изменение ключевой ставки сильнее, чем ставки по краткосрочным (рис. П-1-1, начало цикла повышения ключевой ставки в 2018 году или цикла снижения ключевой ставки в 2019 году).

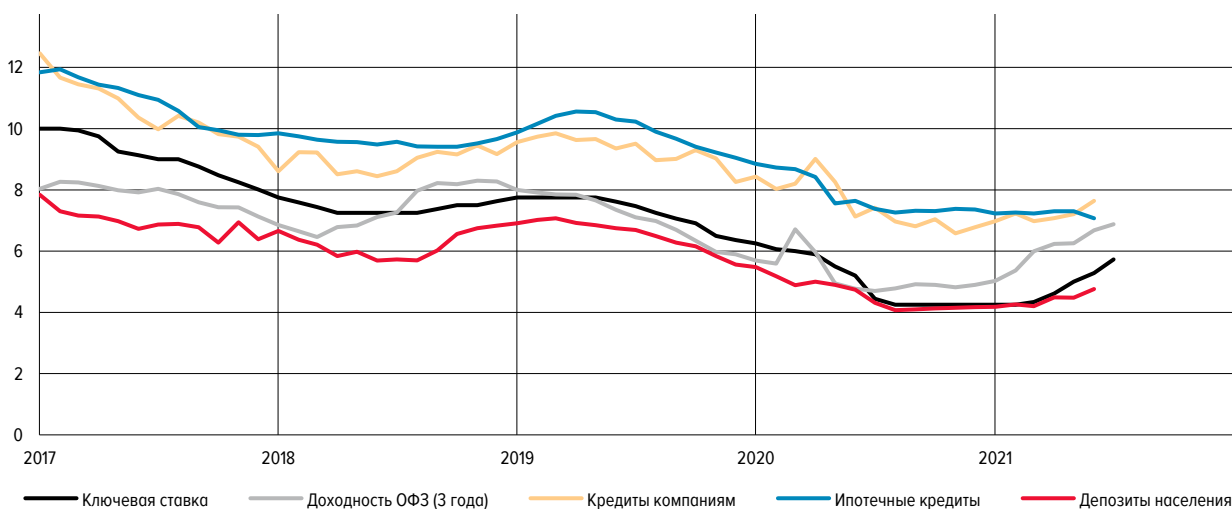
женный влиянию множества специфических факторов. Во-первых, кредиты и депозиты в той или иной мере являются стандартными инструментами. Изменение ставок по ним требует принятия решений по процентной политике банка. Большинство банков принимают это решение не сразу же после изменения доходности облигаций, а с определенным лагом. Во-вторых, от момента заключения кредитного договора до фактического перечисления денег также может пройти определенное время. В результате по меньшей мере часть сделок на кредитном рынке совершается по ставкам, действовавшим месяцем-двумя ранее. В-третьих, значительная часть кредитного портфеля российских банков приходится на кредитные линии, ставки по новым траншам которых определяются не только текущей рыночной конъюнктурой, но и условиями по кредитной линии.

В-четвертых, 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. В случае снижения ставок банки понижают кредитные ставки более сдержанно, чем депозитные, в случае повышения ставок – опережающими темпами увеличивают кредитные ставки. Взаимодействие этих факторов приводит к тому, что между изменением доходности ОФЗ и коррекцией кредитных и депозитных ставок может пройти несколько месяцев (рис. П-1-2). Однако поскольку доходность ОФЗ может превосходить изменения ключевой ставки, отставание изменений кредитных и депозитных ставок от изменения ключевой ставки, как правило, остается умеренным.

Кроме того, существует ряд факторов, не менее значимых для уровня ставок кредитного и депозитного рынков, чем денежно-кредитная политика. Одним из них являются программы льготного кредитования, способные привести к резкому снижению кредитных ставок (к примеру, программы льготной ипотеки, которые привели к резкому снижению ипотечных ставок весной 2020 года). Другой фактор – инфляция, не позволяющая снижать депозитные ставки ниже определенного уровня, после которого депозиты утрачивают привлекательность для вкладчиков банка.

ДИНАМИКА СРЕДНЕМЕСЯЧНЫХ СТАВОК ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ
(% годовых)

Рис. П-1-2



Наконец, кредитный рынок внутренне неоднороден, и изменение среднерыночной ставки может определяться не только уровнем ставок, но и структурой рынка. К примеру, рост доли кредитов более рискованным заемщикам может привести к увеличению среднерыночной ставки, даже если для каждого конкретного заемщика ставки остались неизменными. Это является одной из причин постоянных колебаний среднерыночной ставки на корпоративном сегменте кредитного рынка, отличающемся наиболее сложной и неустойчивой структурой (рис. П-1-2).

Отмеченные выше особенности замедляют влияние ключевой ставки на кредитные и депозитные ставки и делают его менее устойчивым в краткосрочной перспективе. Однако в долгосрочной перспективе именно доходность облигаций или ставки денежного рынка, определяемые текущим и ожидаемым уровнями ключевой ставки, являются основным фактором ценообразования на кредитном и депозитном рынках. По оценкам Банка России, более половины изменений ставки долгосрочных МБК или ОФЗ переносится в среднерыночные ставки по кредитам и депозитам сопоставимой срочности в течение одного квартала. Влияние на краткосрочные кредитные ставки еще более выражено – в течение одного квартала в ставки по кредитам переносится почти три четверти изменений ставок денежного рынка или доходности облигаций аналогичной срочности. Однако отдельные банки могут реагировать на изменения с более длительным лагом, и полная подстройка кредитного и депозитного рынков к изменившейся ситуации занимает до трех-четырех кварталов.

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. 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 и, соответственно, на спрос в экономике и инфляцию.

С одной стороны, кредитные ставки и доходность облигаций (для крупных компаний, имеющих возможность привлекать средства на фондовом рынке) 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, подпитываемый кредитными ресурсами, способствует росту цен на рынке соответствующих товаров и вносит свой вклад в инфляцию. Ярким примером влияния низких процентных ставок на рост цен является удорожание жилой недвижимости в России во второй половине 2020 года и в 2021 году, частично обусловленное снижением ипотечных ставок, в том числе благодаря льготным программам, и соответствующим ростом спроса на квартиры⁷.

⁷ В апреле 2020 – июне 2021 года (период действия программы льготной ипотеки по ставке 6,5%) ежемесячно выдавались ипотечные кредиты в среднем на 422 млрд руб. (в том числе 116 млрд руб. в рамках программы льготной ипотеки по ставке 6,5%) против 260 млрд руб. ежемесячно в течение предыдущих 12 месяцев. Таким образом, почти три четверти прироста оборотов ипотечного рынка обеспечивалась данной программой льготного кредитования.

Вторая грань процентного канала связана с динамикой ставок по депозитам и альтернативным инструментам сбережений. 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.

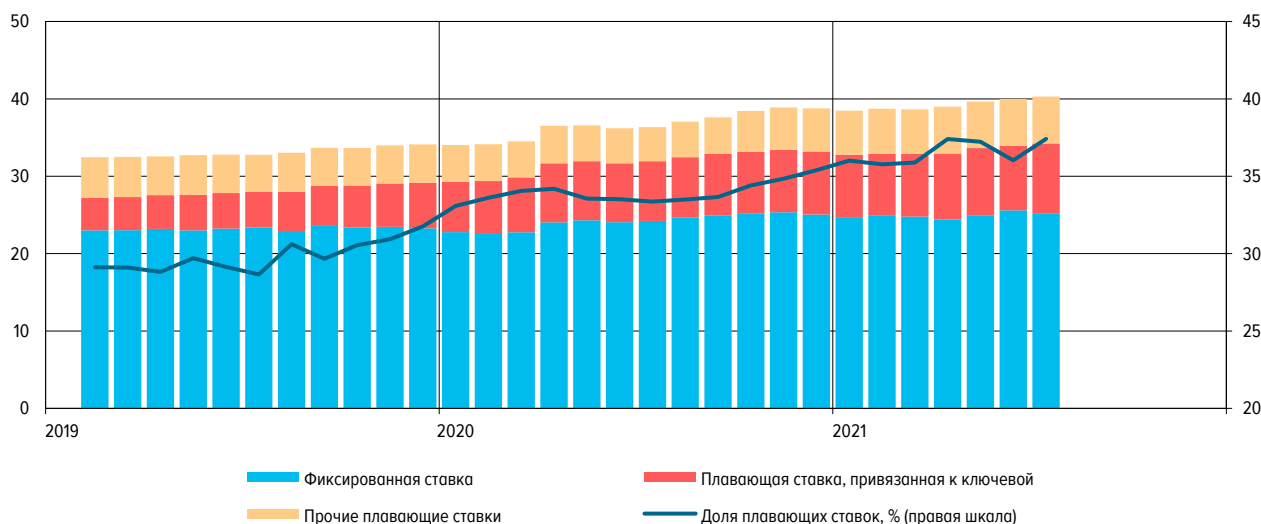
В последние десятилетия постепенно увеличивается значимость финансового сектора в национальной экономике. Так, на начало 2021 года депозиты населения превышали 30% ВВП (в полтора раза больше, чем в начале 2011 года), кредиты населению – 19% ВВП (вдвое больше, чем десятилетием ранее). Соответственно, увеличивается и значимость процентного канала трансмиссионного механизма для национальной экономики.

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

Влияние кредитной или депозитной ставки на поведение участников рынка не заканчивается в тот момент, когда вкладчик размещает деньги на депозит, сокращая текущее потребление, а заемщик привлекает кредит для финансирования дополнительных расходов. Уплачивая проценты по кредиту, заемщик теряет возможность потратить деньги на потребление или инвестиции. Проценты по депозиту, получаемые вкладчиком, могут служить источником финансирования дополнительных расходов. Значительную часть активов российских банков составляют кредиты российским заемщикам, а значительную часть банковских пассивов – депозиты российских вкладчиков, поэтому при повышении ставок происходит перераспределение денежных потоков от новых заемщиков (уплачивающих более высокие проценты) к новым вкладчикам (получающим большие доходы), а при снижении ставок – наоборот. Такое перераспределение, влияющее на структуру денежных потоков и общего спроса в экономике, называется каналом денежных потоков.

СТРУКТУРА КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ ПО ТИПУ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ
(трлн. руб.)

Рис. П-1-3



Как правило, роль канала денежных потоков невелика в сравнении с каналом процентной ставки. Однако в последние годы в российской экономике расширяется использование финансовых инструментов (прежде всего кредитов и облигаций) с плавающими процентными ставками. К середине 2021 года более трети всех кредитов корпоративным заемщикам было выдано по плавающим процентным ставкам (рис. П-1-3). При использовании финансовых инструментов с плавающими ставками меняются процентные доходы (расходы) всех инвесторов (заемщиков), а не только тех, кто привлекает новые кредиты или приобретает новые облигации. Это увеличивает значимость канала денежных потоков для российской экономики.

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

Ставки, складывающиеся под влиянием денежно-кредитной политики, действуют также на котировки ценных бумаг. На рынке облигаций это влияние описывается стандартными формулами финансовой математики («подстройка» доходности облигации под рыночный уровень осуществляется как раз за счет изменений рыночной цены). На рынке акций это влияние не столь детерминировано, но, как правило, снижение ставок способствует росту котировок акций. С одной стороны, снижение ставок способствует повышению доступности кредита и наращиванию приобретения ценных бумаг за счет заемных средств. С другой стороны, ожидания роста спроса в экономике и, соответственно, прибыли компаний, поддерживают интерес к акциям.

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 для того, 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**.

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 расширять круг потенциальных заемщиков. В России роль данного канала влияния процентных ставок на объемы кредитования, описываемого как **узкий кредитный канал**, невелика. Российские банки обладают значительным запасом собственного капитала (в середине 2021 года норматив достаточности собственного капитала по российскому банковскому сектору составлял более 12%, в полтора раза превысив минимальное значение норматива).

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 толщину финансовой подушки безопасности при планировании расходов. Если котировки ценных бумаг (и, соответственно, благосостояние их владельцев) растут, собственники этих бумаг более склонны к потреблению. В то же время снижение стоимости ценных бумаг вынуждает собственников больше сберегать, чтобы компенсировать потери.

В 2020 и 2021 годах резко увеличились объемы вложений населения в ценные бумаги (см. врезку 9 [«Активизация населения на фондовом рынке: последствия для де-](#)

[нежно-кредитной политики»](#)). К середине 2021 года стоимость котируемых ценных бумаг в собственности населения приблизилась к 20% от остатков средств населения на депозитах. По мере роста вложений населения в ценные бумаги значимость канала благосостояния для принятия решений по сбережениям и потреблению будет увеличиваться. Поэтому Банк России систематически осуществляет мониторинг операций населения на фондовом рынке.

Перечисленные выше каналы трансмиссионного механизма, влияя на агрегатный спрос в экономике, способствуют временному росту или снижению экономической активности. В том случае, если уровень экономической активности отличается от потенциального (возникает разрыв выпуска, см. врезку 11 [«Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных \(разрывов\)»](#)), это оказывает влияние на инфляцию.

По оценкам Банка России, формирование разрыва выпуска на уровне 1% приводит к изменению годовой инфляции на 0,3 п.п. на горизонте четырех кварталов. При этом проинфляционное (дезинфляционное) влияние наблюдается на протяжении всего периода сохранения положительного (отрицательного) разрыва выпуска, а не только в случае его увеличения или сокращения.

Валютный канал трансмиссионного механизма

Изменения процентных ставок по рублевым финансовым инструментам влияют не только на выбор между сбережением и потреблением, но и на выбор между конкретными инструментами сбережения, в частности – между рублевыми и валютными. Чем выше ставки по рублевым финансовым инструментам, тем менее привлекательны вложения в иностранную валюту, что способствует укреплению рубля. По оценкам Банка России, реальный эффективный курс рубля⁸ при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,9% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК.

Валютный курс в свою очередь влияет на динамику цен. Влияние денежно-кредитной политики на инфляцию, опосредованное изменением курса национальной валюты, называется валютным каналом трансмиссионного механизма, или каналом валютного курса. Валютный курс может воздействовать на инфляцию напрямую, через цены на импортируемые потребительские товары, а также через цены на импортируемое сырье, материалы и комплектующие, влияющие на себестоимость товаров российских производителей.

Кроме того, валютный курс, влияя на стоимость экспорта и импорта, изменяет ценовую конкурентоспособность российской и иностранной продукции. Так, ослабление национальной валюты приводит к увеличению стоимости импорта и снижению его привлекательности для отечественного потребителя. Это расширяет возможности импортозамещения и потенциал повышения цен на замещающую отечественную продукцию. Рост рублевой стоимости экспорта, происходящий в случае ослабления национальной валюты, формирует повышательное давление на цены тех товаров, которые одновременно направляются на экспорт и продаются на внутреннем рынке. Поскольку значительную часть российского экспорта составляют сырьевые товары, это формирует общее давление на цены через рост затрат.

⁸ Средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

Функционирование валютного канала характеризуется выраженной асимметрией: рост цен при ослаблении рубля происходит быстрее, чем снижение цен при укреплении национальной валюты. По оценкам Банка России, в последние годы при ослаблении номинального эффективного курса рубля⁹ на 1% на горизонте полугода инфляция повышается не более чем на 0,1 процентного пункта. Снижение инфляции в результате укрепления рубля меньше по масштабам. Постепенное снижение инфляционных ожиданий и финансовая стабильность формируют условия для дальнейшего снижения чувствительности цен к колебаниям обменного курса.

Канал инфляционных ожиданий трансмиссионного механизма

Особую роль в функционировании трансмиссионного механизма играет канал инфляционных ожиданий, дополняющий прочие каналы. Экономические субъекты принимают решения о потреблении, сбережении и инвестициях, устанавливая цены товаров и ставки по кредитам и депозитам, учитывая не только текущий уровень инфляции, но и ожидания относительно ее будущей динамики.

Одним из факторов, влияющих на инфляционные ожидания, является денежно-кредитная политика Банка России. Видя повышение ключевой ставки Банком России, участники рынка могут ожидать будущего снижения инфляции и планировать свои действия, учитывая будущее замедление инфляции. К примеру, компании-производители, ожидающие снижения инфляции, могут повышать цены на меньшую величину, чтобы сохранить конкурентоспособность, население – не форсировать потребление, не опасаясь, что инфляция обесценит их сбережения, и так далее. В результате канал инфляционных ожиданий ускоряет функционирование трансмиссионного механизма, повышая его действенность.

Для того чтобы обеспечить эффективность канала инфляционных ожиданий, Банк России стремится оперативно и полно раскрывать информацию о принимаемых решениях в области денежно-кредитной политики с учетом особенностей отдельных групп экономических субъектов, а также осуществляет мониторинг их инфляционных ожиданий.

Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики – сила и скорость влияния денежно-кредитной политики на инфляцию – определяется множеством факторов, в частности состоянием финансового сектора, предпочтениями населения и компаний, уровнем конкуренции на финансовом и товарном рынках, а также обстоятельствами, влияющими на инфляцию и экономическую активность наряду с денежно-кредитной политикой.

В 2020 и 2021 годах важнейшим фактором, определяющим ситуацию в российской экономике, была пандемия COVID-19 и ее последствия. В частности, в условиях неопределенности, связанной с пандемией, снижалась общая склонность населения к потреблению, что в сочетании со структурными ограничениями спроса и предложения на ряде сегментов рынка товаров и услуг ограничивало потенциал воздействия стимулирующей денежно-кредитной политики на экономику. Значимым фактором стали также масштабные программы льготного кредитования, которые использова-

⁹ Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

лись в качестве антикризисного инструмента и способствовали снижению среднерыночных ставок.

В то же время характерный для предыдущих лет тренд на девальютизацию банковских кредитов и депозитов сохранился и в период пандемии. Рублевые банковские операции устойчиво росли, тогда как в сегменте валютных операций наблюдалось сокращение объемов или по меньшей мере не столь существенный рост. Это способствует дальнейшему ослаблению влияния внешних факторов на внутренний финансовый сектор и повышает роль внутренних процентных ставок при принятии решений населением и бизнесом. Такие изменения положительно влияют на эффективность работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Тенденция к перетоку сбережений населения на фондовый рынок наметилась еще в 2019 году, но характер мощного структурного сдвига приобрела в 2020–2021 годах (см. врезку 9 [«Активизация населения на фондовом рынке: последствия для денежно-кредитной политики»](#)). Нарастание вложений населения в ценные бумаги способствует росту эффективности трансмиссионного механизма, так как на рынке облигаций доходности меняются быстрее, чем депозитные ставки. Кроме того, рост стоимости ценных бумаг в собственности населения повышает значимость канала благосостояния и балансового канала, что усиливает влияние денежно-кредитной политики на инфляцию, но делает это влияние более сложным и многогранным.

В российской экономике сохраняется ряд факторов, влияющих на динамику инфляции и ограничивающих эффективность трансмиссионного механизма. К их числу можно отнести недостаточное развитие логистической инфраструктуры, ограниченность внутреннего предложения отдельных категорий потребительских, сырьевых и инвестиционных товаров, несовершенную конкуренцию, дефицит квалифицированных кадров. Нивелирование влияния факторов данной группы может снизить инфляционное давление и ценовую волатильность, что будет вносить вклад в дальнейшее снижение уровня инфляционных ожиданий и их чувствительности к разовым событиям. Способствовать снижению влияния названных выше факторов на инфляцию будет проводимая органами государственной власти работа по повышению эффективности национальной экономики (развитие конкурентной среды, совершенствование инфраструктуры, оптимизация регуляторной нагрузки), в которой Банк России принимает участие.

ВРЕЗКА 9. АКТИВИЗАЦИЯ НАСЕЛЕНИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ: ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Одной из наиболее заметных тенденций в российской экономике последних полутора лет стало значительное **увеличение операций населения на рынке ценных бумаг**. Пока оно не оказало существенного влияния на функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, но в более длительной перспективе может повлиять на значимость отдельных его каналов для российской экономики.

Условия для активизации населения на рынке, наблюдаемой в 2020–2021 годах, были подготовлены в предыдущий период. Меры государственной поддержки (развитие института ИИС), накопление сбережений населения и растущая заинтересованность в их диверсификации, а также демографические сдвиги (выход на рынок представителей нового поколения, более склонных к использованию широкого спектра финансовых инструментов) способствовали росту интереса к альтернативным инструментам сбережений, что проявлялось как в **расширении круга частных инвесторов, так и в увеличении объемов средств, вложенных в ценные бумаги в 2018–2019 годах** (табл. В-9-1, В-9-2). Рост спроса на брокерские услуги стимулировал финансовых посредников, прежде всего банки, развивать инфраструктуру фондового посредничества, в частности системы онлайн-трейдинга, и проводить более активную маркетинговую политику. Развитие фондовой инфраструктуры повышало доступность операций с ценными бумагами, стимулировало выход на рынок новых инвесторов, что вело к следующему витку развития розничного сегмента фондового рынка. Это развитие носило не только количественный, но и качественный характер. Число участников рынка росло существенно быстрее, чем объем вложений в ценные бумаги, что свидетельствует о постепенном выходе на фондовый рынок новых, менее обеспеченных групп инвесторов.

В 2020–2021 годах выход населения на фондовый рынок существенно ускорился. В 2020 году Банк России снижал ключевую ставку для поддержки экономики в условиях

КОЛИЧЕСТВО ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ, ИМЕЮЩИХ СЧЕТА НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ
(млн человек)

Табл. В-9-1

	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.08.2021
Число уникальных клиентов	1,31	1,96	3,86	8,79	13,17
в том числе активных клиентов	0,11	0,19	0,39	1,42	1,98

Источник: ПАО Московская Биржа (<https://www.moex.com/s719>).

ВЛОЖЕНИЯ НАСЕЛЕНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ*
(трлн руб.)

Табл. В-9-2

	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.04.2021
Облигации	1,11	1,68	2,27	2,86	3,22
Котируемые акции	2,07	2,36	3,21	4,55	5,18
Паи и акции инвестиционных фондов	1,10	1,50	1,74	2,40	2,72
Итого	4,29	5,54	7,22	9,81	11,13
Справочно: депозиты населения	26,93	30,28	32,57	35,76	35,14

* Включая ценные бумаги нерезидентов.

Источник: Банк России (http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/).

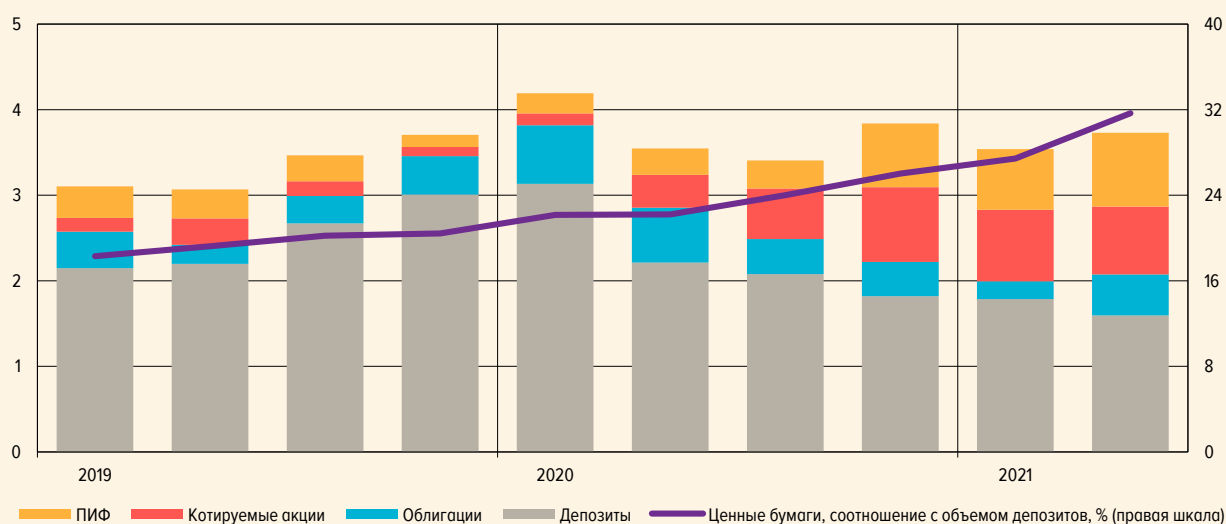
распространения пандемии COVID-19 и стабилизации инфляции на цели. Это привело к заметному снижению ставок по депозитам. В результате резко увеличился интерес к более доходным инструментам сбережения, а развитая за предыдущие годы инфраструктура позволила широкому кругу розничных инвесторов реализовать этот интерес.

За 2020 год брокерские счета на Московской Бирже открыли почти 5 млн человек – больше, чем за всю предшествующую историю российского рынка¹. Этот беспрецедентный приток участников сопровождался существенным ростом их активности: в конце 2019 года лишь каждый десятый обладатель брокерского счета активно совершал сделки с ценными бумагами, год спустя доля активных участников превысила 16% (табл. В-9-1). Наблюдавшаяся в предыдущие годы тенденция сохранилась: хотя количество обладателей брокерских счетов за год увеличилось в 2,3 раза, общая стоимость ценных бумаг в собственности населения² возросла чуть больше, чем на треть (табл. В-9-2), то есть основной приток средств на фондовый рынок обеспечивали небольшие инвесторы. Тем не менее ценные бумаги в 2020 году впервые стали реальным конкурентом банковским депозитам: наращивание вложений в ценные бумаги осуществлялось за счет сокращения притока средств в депозиты (рис. В-9-1). По итогам года вклад ценных бумаг и депозитов в сбережения населения был сопоставим.

В 2021 году наблюдавшиеся в 2020 году тенденции сохранились. Продолжался активный выход населения на фондовый рынок: за январь-июль 2021 года 4,4 млн человек открыли новые брокерские счета, что сопоставимо с аналогичным показателем за весь предыдущий год. В начале II квартала вклад ценных бумаг в годовой прирост сбережений населения впервые превысил вклад депозитов.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ОТДЕЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ НАСЕЛЕНИЯ
(трлн руб.)

Рис. В-9-1



Источник: Банк России (http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/).

¹ Фактическое количество розничных инвесторов, вкладывавших средства в ценные бумаги, было существенно меньше. По данным опроса брокеров, около 60% всех брокерских счетов были пустыми.

² Здесь и далее характеризуются исключительно вложения физических лиц в облигации, ПИФ и котируемые акции. Некотируемые акции в собственности населения (прежде всего принадлежащие предпринимателям акции их компаний) в качестве инструмента сбережений не рассматриваются.

Последствия для денежно-кредитной политики

Изменение структуры сбережений населения так или иначе влияет на все аспекты экономических процессов, в том числе и на **функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики**. В целом наращивание вложений населения в ценные бумаги способствует усилению влияния ключевой ставки Банка России на совокупный спрос и инфляцию в экономике. Во-первых, **с динамикой стоимости ценных бумаг, принадлежащих населению, непосредственно связано функционирование канала благосостояния и в небольшой степени – балансового канала трансмиссионного механизма** ([Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России»](#)). Чем больше общая стоимость фондовых активов на руках у населения, тем значительнее вклад данных каналов в достижение цели денежно-кредитной политики. Во-вторых, **доходность облигаций, как правило, реагирует на изменение ключевой ставки быстрее, чем депозитные ставки**. Поэтому инвесторы, предпочитающие облигации депозитам, при прочих равных быстрее корректируют свои планы по сбережению и потреблению при изменении ключевой ставки. Доля акций в сбережениях российского населения несколько превышает долю облигаций, поэтому первое направление повышения эффективности трансмиссионного механизма более значимо для денежно-кредитной политики.

Однако **ряд структурных особенностей вложений населения в ценные бумаги ограничивает влияние наращивания этих вложений на трансмиссионный механизм**. Во-первых, вложения населения в ценные бумаги отличались высокой степенью концентрации. По данным обследования Банка России³, на 4% инвесторов приходилось более 90% всех приобретенных ценных бумаг. Поскольку более обеспеченные слои населения отличаются меньшей эластичностью потребления по уровню рыночных ставок, это ограничивает ускорение функционирования процентного канала.

Во-вторых, хотя среди розничных инвесторов преобладают люди среднего возраста (30–40 лет), объем их вложений в ценные бумаги сравнительно невелик⁴. Более половины всех приобретенных ценных бумаг приходилось на представителей более старших возрастных групп (40–60 лет), как правило, отличающихся сравнительной устойчивостью своих потребительских и сберегательных предпочтений.

В-третьих, в структуре вложений населения в ценные бумаги более трети приходилось на инструменты нерезидентов, преимущественно с номиналом в иностранной валюте. Котировки иностранных ценных бумаг не зависят от рублевых ставок, определяемых денежно-кредитной политикой Банка России, поэтому вложения населения в эти бумаги не приводят к увеличению эффективности элементов трансмиссионного механизма, связанных с формированием цен на рынке внутренних активов. В то же время рублевая стоимость иностранных ценных бумаг зависит от курса рубля. Поэтому проинфляционное влияние ослабления рубля или дезинфляционное влияние укрепления рубля реализуются не только через валютный канал денежно-кредитной политики, но и через канал благосостояния, усложняя функционирование механизма денежно-кредитной трансмиссии.

Исторически в сбережениях населения доминировали депозиты – более традиционный и доступный финансовый инструмент. **В последние годы доля ценных бумаг в сбережениях населения растет, но пока остается невысокой**. В начале II квартала 2021 года депозиты населения втрое превышали вложения населения в ценные бумаги. Учитывая умеренную долю вложений в ценные бумаги в сбережениях населения, а также отмеченные выше структурные особенности, **этого недостаточно для того, чтобы существенно изменить**

³ [Информационно-аналитический материал «Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг». I квартал 2021 года.](#)

⁴ См. https://cbr.ru/analytics/rcb/broker_market/.

функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Однако сохраняющийся опережающий рост вложений населения в ценные бумаги может привести к сдвигам в функционировании денежно-кредитной трансмиссии. Для обеспечения эффективности денежно-кредитной политики Банк России осуществляет систематический мониторинг функционирования фондового рынка в целом и операций населения с ценными бумагами в частности. Поэтому Банк России продолжает работать над совершенствованием отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг, методов и процедур анализа его функционирования.

ВРЕЗКА 10. ТРАНСФЕРТНАЯ КРИВАЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ

Трансфертная кривая – это набор внутренних единых трансфертных процентных ставок для операций разных сроков, устанавливаемых коммерческим банком. Она является центральной частью внутрибанковской системы трансфертного ценообразования, 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 достаточно определить трансфертную ставку на этот срок и оценить издержки и риски, связанные с конкретной операцией. Кроме того, использование трансфертного ценообразования как части механизма управления ликвидностью и процентным риском позволяет банку извлекать дополнительный доход от управления срочностью – привлечения более коротких денежных средств и размещения их в активы большей срочности.

Единой трансфертной кривой для банковского сектора не существует. Каждый банк выстраивает ее индивидуально, используя в качестве базы кривые доходности рыночных инструментов с минимальным уровнем риска или при необходимости свои внутренние оценки. Базовая кривая, 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. Во-первых, им необходимо обеспечить целостность и последовательность своей процентной политики, во-вторых, согласовать интересы своих бизнес-подразделений. Небольшие специализированные банки, работающие, например, только на рынках кредитов и депозитов, могут просто формировать два набора ставок – 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, включая изменение ключевой ставки, одновременно передается на все сегменты. Поэтому трансфертные кривые крупных банков являются составной частью процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

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

Учет издержек и премий за риск по различным операциям может оказывать существенное влияние на банковское ценообразование, искажая реакцию процентных ставок по депозитам, кредитам и корпоративным облигациям на изменения уровня и наклона без-

рисковой 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 резервов¹.

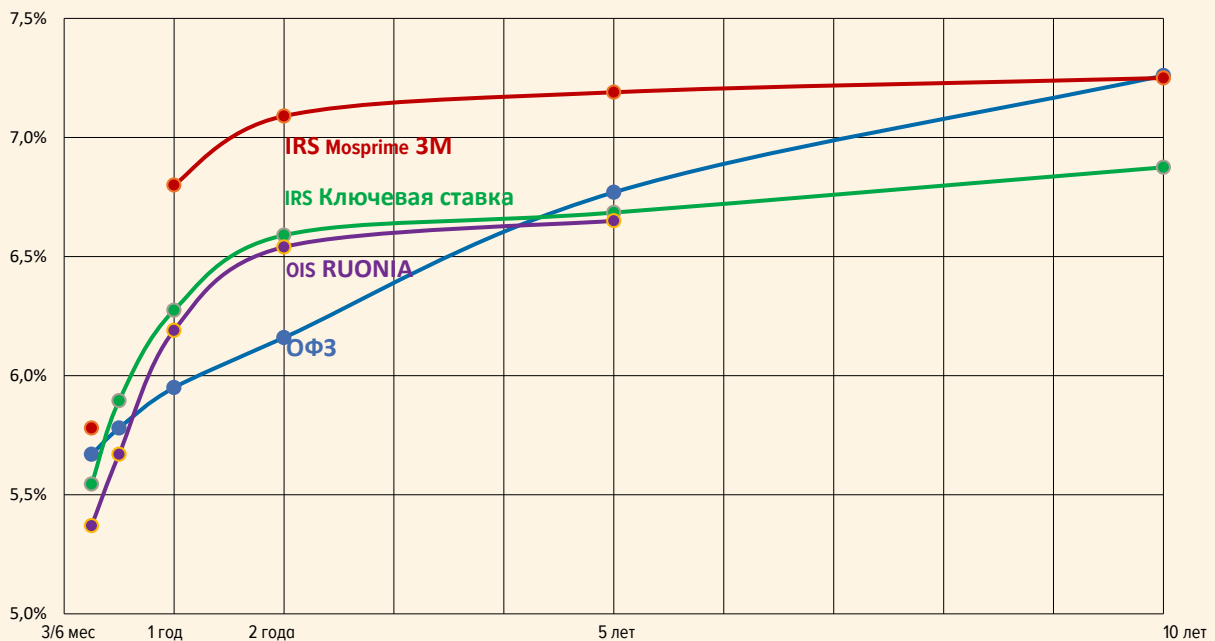
Так, в 2016–2017 годах сочетание осторожной политики банков в отборе заемщиков, ограничивающей доступ наиболее рискованных заемщиков к рынку, и восстановления российской экономики способствовало снижению премий за кредитный риск, заложенных в ставки по кредитам, и, соответственно, вносило вклад (наряду 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 рисковыми 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 государ-

БАЗОВЫЕ КРИВЫЕ В РУБЛЯХ НА 01.06.2021

Рис. В-10-1



Источники: Refinitiv, Bloomberg, расчеты Банка России.

¹ Подробнее об издержках и рисках см. Приложение 7 [ОНЕГДКП 2018–2020 гг.](https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018(2019-2020).pdf) ([https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018\(2019-2020\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/87367/on_2018(2019-2020).pdf)).

**РЫНОЧНОЕ ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ СТАВОК
ДЛЯ КЛИЕНТОВ**

Табл. В-10-1

= Минимальная ставка по кредиту
+ административно-хозяйственные расходы
+ маржа бизнеса по кредитованию
+ плата за капитал
+ стоимость кредитного риска
+ комиссия за встроенные опционы
Стандартная трансфертная цена
– комиссия за встроенные опционы
– плата за буфер ликвидности
– расходы на АСВ
– расходы на ФОР
– административно-хозяйственные расходы
– маржа бизнеса по привлечению
= Максимальная ставка по депозиту

нать свои рыночные позиции, так и за счет более активного управления процентным риском и риском ликвидности. В то же время наличие финансово устойчивых крупных банков повышает устойчивость банковской системы в целом к негативным событиям во внешнем или реальном секторе, что в долгосрочной перспективе играет позитивную роль для эффективности трансмиссионного механизма.

ственных 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.

Для российского финансового сектора характерно доминирование крупных банков на основных сегментах рынка. Это влияет на функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: крупные банки могут слабее реагировать на различные внешние и внутренние факторы, в том числе на изменение ключевой ставки, как за счет стремления сохра-

ВРЕЗКА 11. КОНЦЕПЦИЯ РАВНОВЕСНОГО СОСТОЯНИЯ ЭКОНОМИКИ И ОТКЛОНЕНИЯ ОТ НЕГО ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПЕРЕМЕННЫХ (РАЗРЫВОВ)

При проведении макроэкономической политики широко используется концепция долгосрочного равновесия в экономике. В долгосрочном равновесии все ключевые показатели в экономике растут с 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 с темпом, соответствующим целевому уровню инфляции, а темпы роста экономики равны потенциальным и определяются темпами роста производительности факторов производства, а также скоростью технологического развития.

Экономика может находиться в долгосрочном равновесии сколь угодно долго в отсутствие реализации в ней различных шоков, приводящих к краткосрочным отклонениям экономики от него. Ситуация такого отклонения носит название разрыва. Этот разрыв может происходить из-за отклонения темпов экономического роста, инфляции, валютного курса, безработицы и прочих макроэкономических показателей от своих долгосрочных равновесных значений. Наиболее часто в экономической литературе говорят о разрыве выпуска. Положительный (проинфляционный) или отрицательный (дефляционный) разрывы выпуска могут приводить к отклонению инфляции и инфляционных ожиданий от цели.

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

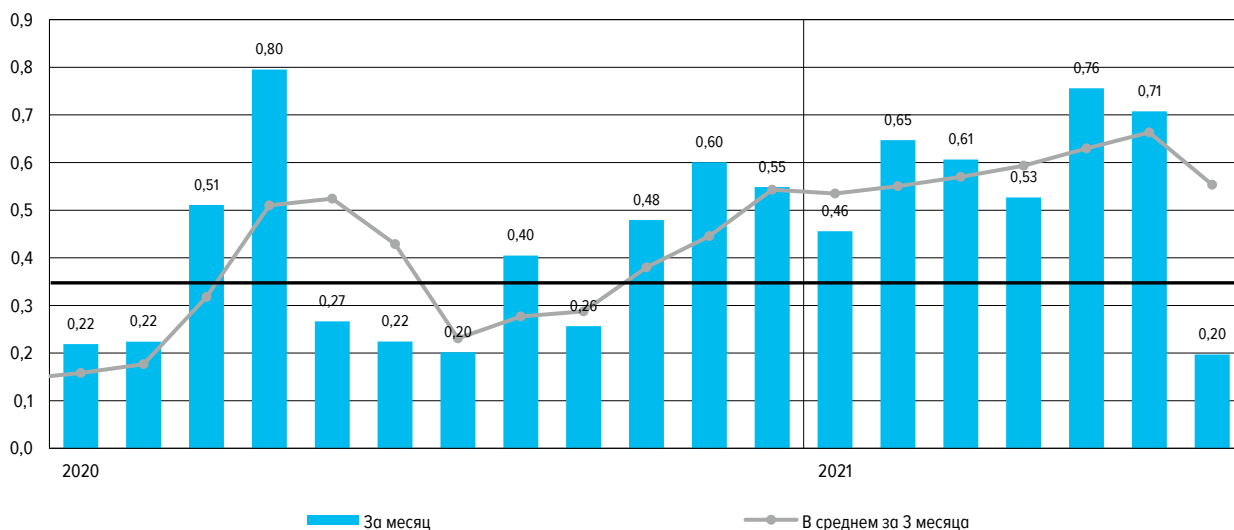
ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ БАНКОМ РОССИИ

Целью денежно-кредитной политики, проводимой Банком России, является поддержание инфляции вблизи 4%. При этом на инфляцию влияет множество факторов, и денежно-кредитная политика может воздействовать лишь на часть из них – те, которые определяются соотношением спроса и возможностей предложения. Это **монетарные факторы**, определяющие устойчивую составляющую ценовой динамики. Банк России влияет на них, повышая или понижая ключевую ставку и, таким образом, сдерживая или стимулируя спрос, и это влияние проявляется с определенным лагом. Вторая группа факторов, воздействующих на инфляцию, – **немонетарные**. Они являются краткосрочными и, как правило, связаны со стороной предложения. Банк России не реагирует на изменения инфляции, обусловленные немонетарными факторами, так как действие мер денежно-кредитной политики в таком случае может оказать негативное влияние на экономику. В связи с этим важно выделять в общей ценовой динамике устойчивую составляющую, дающую представление о среднесрочных тенденциях в инфляции и рисках отклонения от цели.

Основным показателем инфляции, для которого устанавливается цель Банка России, является **годовой прирост индекса потребительских цен (ИПЦ)**. Этот показатель хорошо иллюстрирует средний темп прироста цен за год, не чувствителен к сезонным колебаниям цен, а также прост в восприятии. Для оперативной оценки текущей ценовой динамики используются данные о **месячном приросте цен**. Этот показатель имеет выраженные сезонные колебания, из-за чего простое сопоставление соседних точек может быть некорректным. Поэтому в своем анализе Банк России использует месячные приросты цен, очищенные от сезонности. Но даже с учетом сезонной корректировки динамика месячной инфляции может оставаться волатильной. Чтобы оценить

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН
(%)

Рис. П-2-1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Примечание. Черной линией показан месячный прирост цен, соответствующий годовому приросту 4%.

текущую динамику цен без учета этой волатильности, используется показатель **среднего прироста цен за три месяца**, также с исключенной сезонностью (далее – Σm). В динамике показателей месячного прироста цен и среднего прироста цен за три месяца в течение последних двух лет произошло два эпизода существенного ускорения: в марте-апреле 2020 года – на фоне ввода ограничений для сдерживания распространения пандемии; и с октября 2020 года по июнь 2021 года (рис. П-2-1).

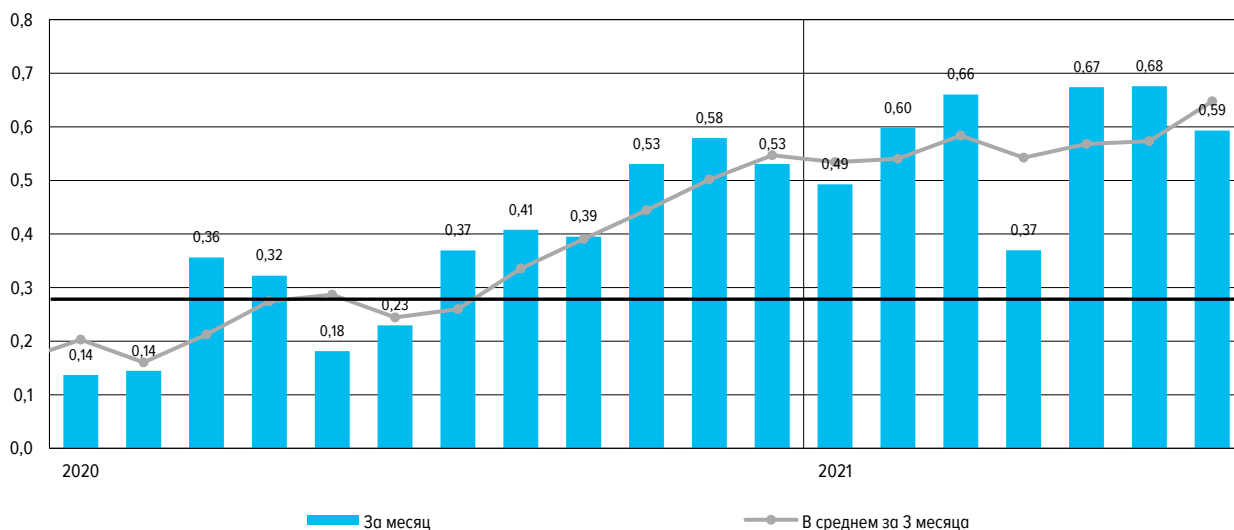
Индекс потребительских цен рассчитывается по широкому кругу товаров и услуг, потребляемых населением. В мировой практике в него иногда включаются также временные расходы, например временная рента – «аренда» собственного жилья. Ее учет связан с рядом трудностей, особенно в странах со слаборазвитым рынком аренды. Учет или не учет различных компонент потребительских расходов делает получаемый индекс по-разному чувствительным к происходящим в экономике процессам.

Чтобы выделить из общей динамики инфляции устойчивую составляющую, Банк России использует несколько показателей. Первый – **базовая инфляция**, для которой по сравнению с обычным индексом потребительских цен из расчета исключаются регулируемые (например, тарифы на коммунальные услуги) и наиболее волатильные (например, плодоовощная продукция) компоненты. На протяжении большей части 2020 года месячная базовая инфляция находилась вблизи уровней, соответствующих годовому приросту 4% (рис. П-2-2). Однако с октября-ноября 2020 года она устойчиво превышает этот уровень. Это указывает на то, что наблюдаемое общее ускорение роста цен не связано с волатильными компонентами инфляции.

Для оценки устойчивой инфляции также используется показатель **медианы месячных приростов цен**. Он позволяет оценить инфляцию без тех компонент, которые дорожают наиболее сильно и наиболее слабо. На протяжении 2020 года этот показатель оставался достаточно стабильным, но с марта 2021 года он начал существенно ускоряться (рис. П-2-3). Еще один показатель, дающий представление об устойчивой составляющей инфляции, – **динамика цен на непродовольственные товары без бензина**. Этот индекс наиболее точно отражает влияние на цены баланса спро-

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННАЯ БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ (%)

Рис. П-2-2



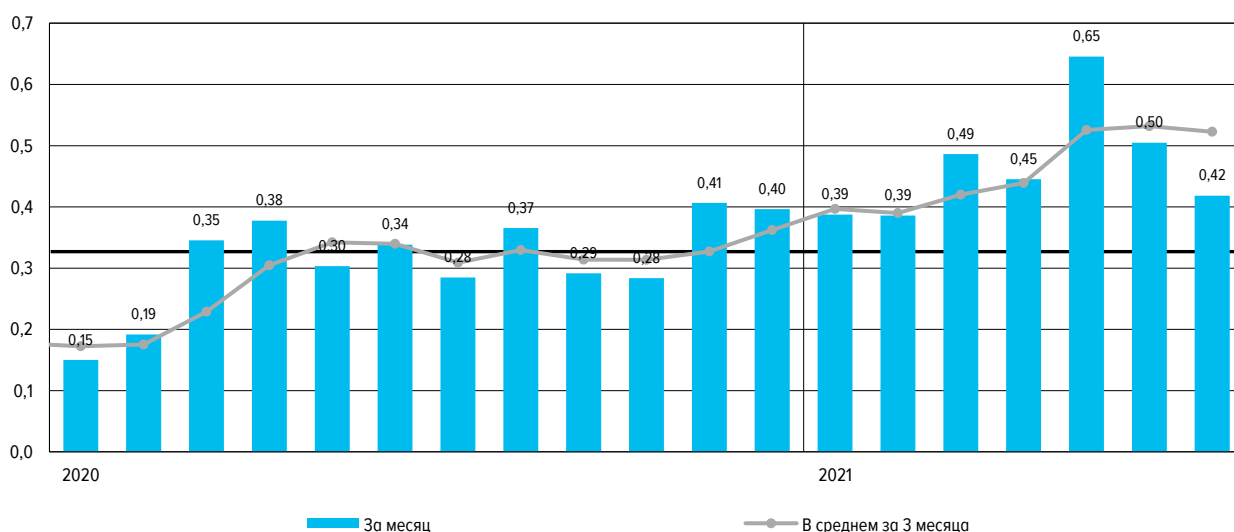
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Примечание. Черной линией показан месячный прирост цен, соответствующий годовому приросту 4%.

са и предложения. Бензин в данном случае исключается из-за того, что цены на него формируются под воздействием административных мер. Динамика цен на непродовольственные товары начала ускоряться с августа 2020 года и на текущий момент превышает уровень, соответствующий годовому приросту 4%, более чем в два раза (рис. П-2-4). В целом динамика индикаторов, отражающих устойчивую инфляцию, указывает на то, что ускорение роста цен в 2021 году носит устойчивый характер. Оно связано с опережающим ростом спроса относительно возможностей расширения предложения.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННАЯ МЕДИАНА ПРИРОСТА ЦЕН
(%)

Рис. П-2-3

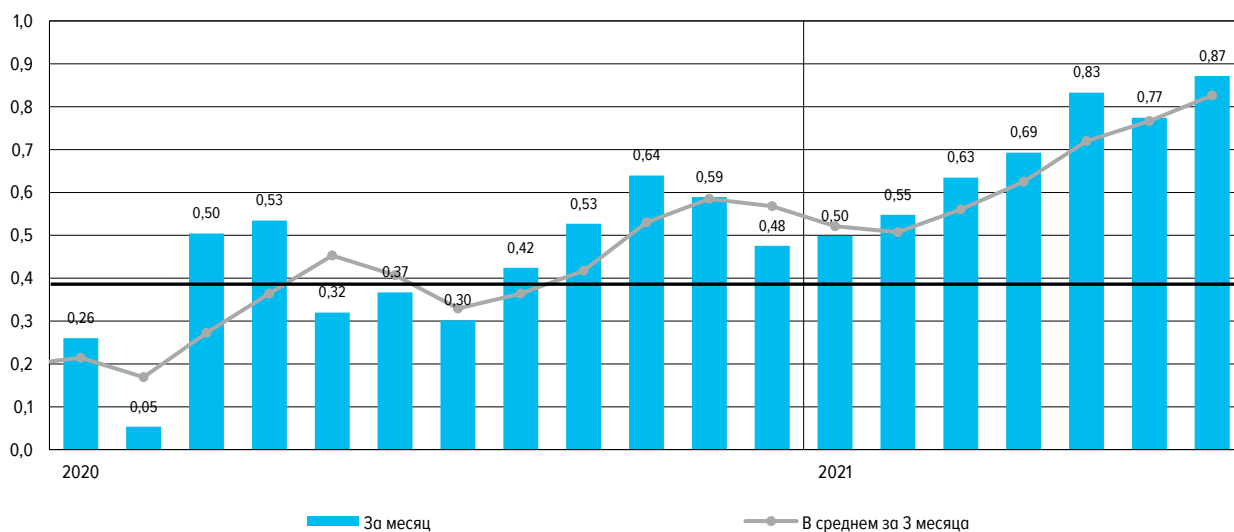


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Примечание. Черной линией показан месячный прирост цен, соответствующий годовому приросту 4%.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ПРИРОСТ ЦЕН НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ ТОВАРОВ БЕЗ БЕНЗИНА
(%)

Рис. П-2-4

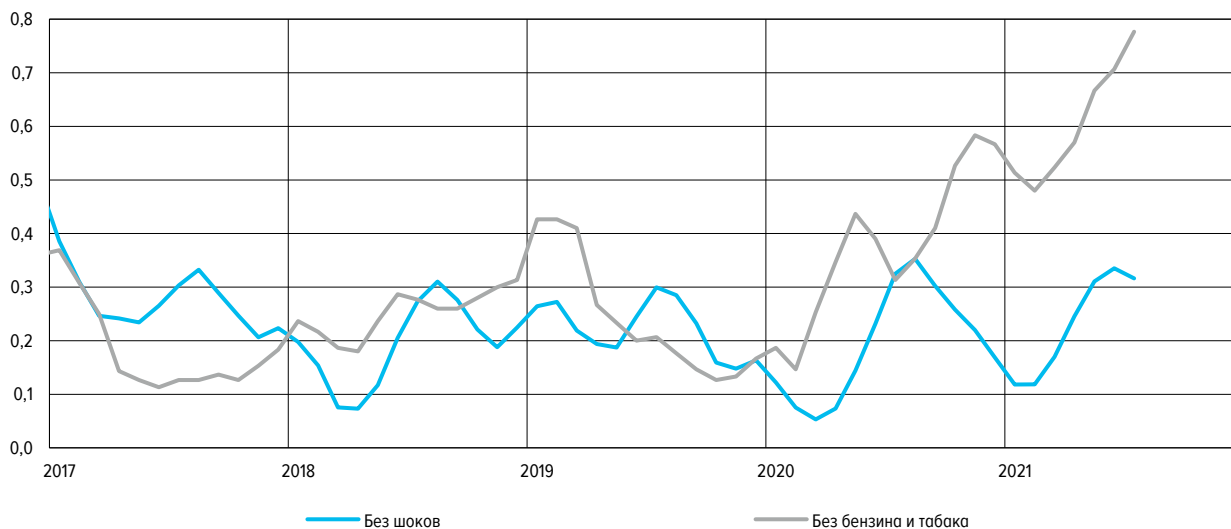


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Примечание. Черной линией показан месячный прирост цен, соответствующий годовому приросту 4%.

ПРИРОСТ ЦЕН НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ
(ЗММА)

Рис. П-2-5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

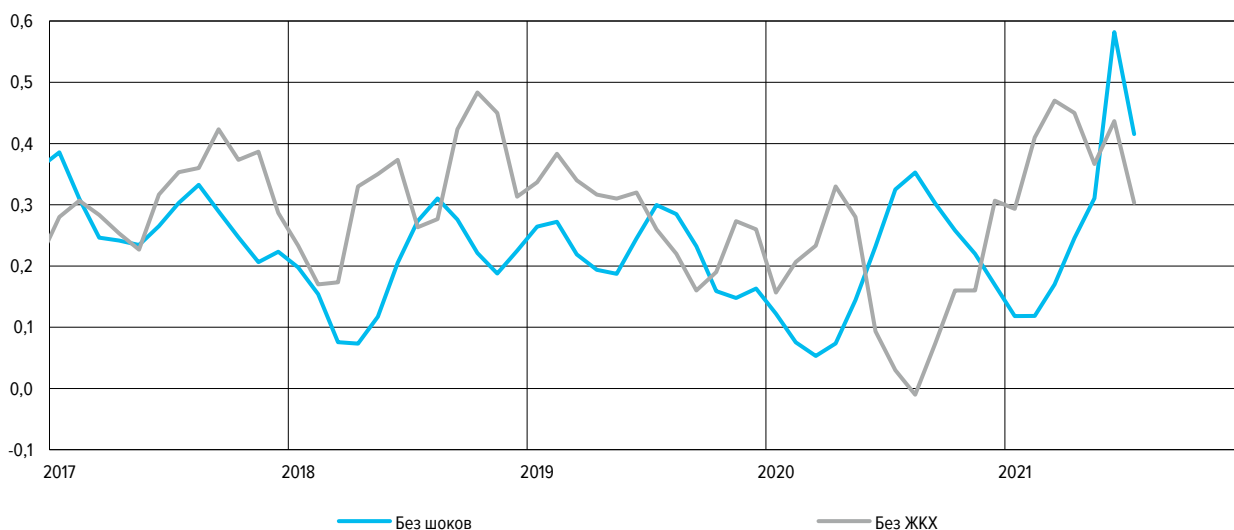
В дополнение к подходам «очистки» ИПЦ от волатильной составляющей Банк России объединяет в субиндексы компоненты с общим экономическим смыслом. Например, из непродовольственных товаров можно выделить те, на рынках которых **в последний год не было значимых разовых шоков**: одежда, меха, обувь, бытовая химия и парфюмерия. Ожидается, что динамика цен на эти группы товаров в последний год минимально зависела от разовых факторов и, соответственно, отражает ситуацию со спросом. Рост цен на эти группы товаров замедлялся во втором полугодии 2020 года, несмотря на ускорение роста цен по большинству других видов непродовольственных товаров, которое было связано с ростом мировых цен на отдельных сырьевых рынках, перебоями в поставках, нехваткой микросхем. В 2021 году рост цен на рассматриваемую группу товаров начал ускоряться в отсутствие значимых внешних факторов и приблизился к максимальному с 2017 года уровню, что связано с опережением темпов восстановления спроса по сравнению с предложением.

Аналогичный субиндекс может быть сформирован из услуг. Бытовые и юридические услуги, услуги банков, страхования, физической культуры и спорта – те группы услуг, где **предложение преимущественно определяется зарплатами поставщиков и исполнителей услуг и, соответственно, максимально зависит от экономической активности**. Рост тарифов на эти группы услуг оставался достаточно стабильным с июля 2020 года по март 2021 года, после чего значительно ускорился.

Также для анализа используется показатель трендовой инфляции. Он строится с применением динамических факторных моделей. Такой подход позволяет выделить из большого количества экономических индикаторов их общую динамику и идентифицировать специфичные шоки, которые не наблюдаются для большинства индикаторов. Динамика трендовой инфляции значительно менее волатильна по сравнению с ИПЦ. В июне 2021 года она повысилась до 4,9%, что также указывает на повышенный инфляционный фон в экономике.

ПРИРОСТ ЦЕН НА УСЛУГИ
(ЗММА)

Рис. П-2-6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Помимо различных индексов потребительских цен, Банк России анализирует динамику **цен производителей промышленных и сельскохозяйственных товаров**. Цены производителей в отличие от потребительских цен не включают в себя транспортные расходы, налоги, а также наценки розничных и оптовых продавцов. Краткосрочная динамика цен производителей в среднем более волатильна по сравнению с потребительскими ценами, но в долгосрочной перспективе это различие нивелируется.

Цены производителей охватывают весь спектр производимых в экономике товаров, что значительно отличает этот индекс от ИПЦ. Помимо потребительских товаров в него включаются цены на полезные ископаемые, промежуточные и инвестиционные товары, производимые в том числе и на экспорт. Для целей анализа Банк России строит семейство индексов цен производителей, состоящих только из цен на потребительские товары с учетом весов этих товаров в потреблении домохозяйств.

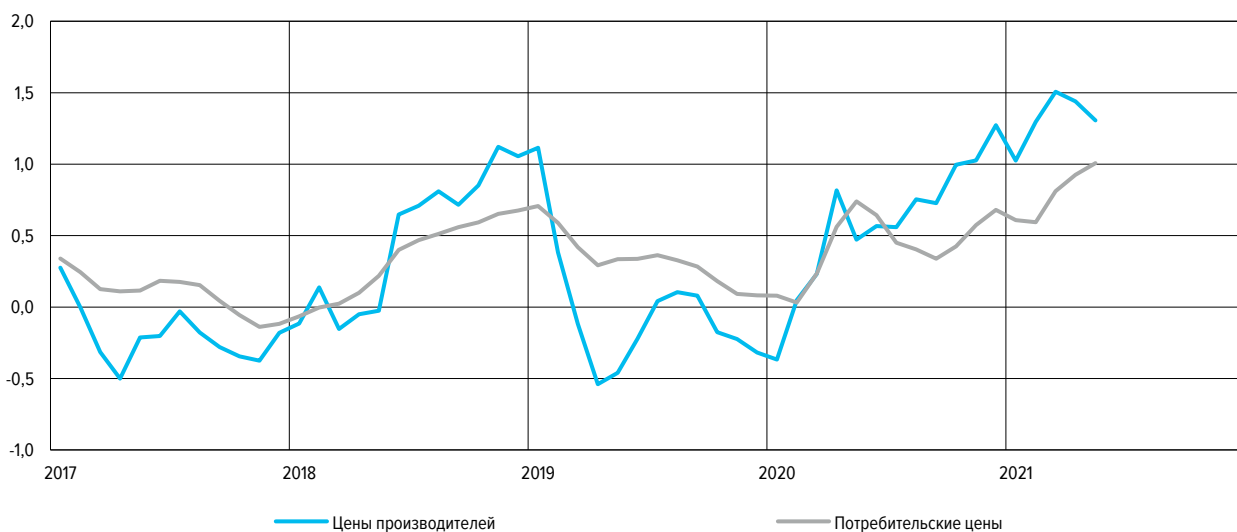
В ценах производителей продовольственных товаров (рис. П-2-7) наблюдаются двухлетние циклы, связанные с циклическостью посевных площадей основных агрокультур. При этом рост цен, наблюдаемый в 2020–2021 годах, более значительный и длительный по сравнению со второй половиной 2018 года, что связано с возросшим спросом, в том числе мировым, на продовольствие.

Рост цен производителей непродовольственных товаров, поддерживаемый восстанавливающейся экономической активностью в мире, во второй половине 2020 года опережал потребительские цены на эту группу товаров: за полгода (июнь–ноябрь 2020 года) потребительские цены выросли на 2,8% SA, цены производителей – на 4,4% SA. В 2021 году рост цен производителей замедлился, однако растущий спрос позволил продавцам переносить возросшие издержки производства в цены: за полгода (декабрь 2020 – май 2021 года) потребительские цены выросли на 3,5% SA, цены производителей – на 2,5% SA.

Анализ широкого спектра различных показателей ценовой динамики позволяет лучше понимать факторы текущего ускорения цен. Можно заметить, что ускорение роста цен в апреле-мае отличается по своей природе от наблюдаемого в конце 2020 года и более связано с опережающим ростом спроса относительно возможностей предложения.

ДИНАМИКА ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ БЕЗ ПЛОДООВОЩНОЙ ПРОДУКЦИИ И АЛКОГОЛЯ (ЗММА)

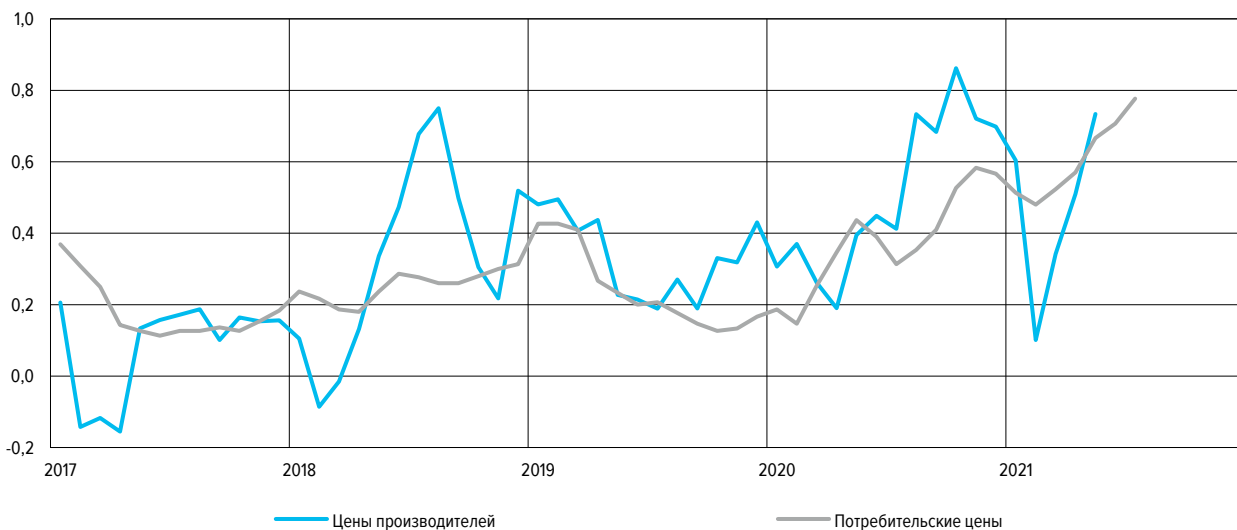
Рис. П-2-7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ БЕЗ БЕНЗИНА И ТАБАКА (ЗММА)

Рис. П-2-8



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

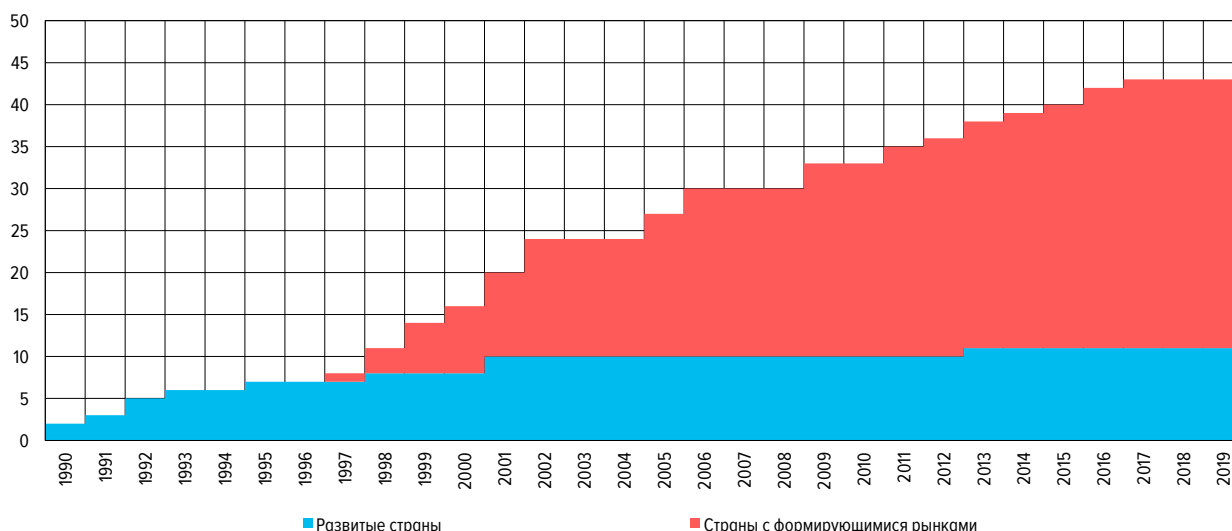
ПРИЛОЖЕНИЕ 3. ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: МЕЖСТРАНОВЫЕ СОПОСТАВЛЕНИЯ

Место стран с режимом таргетирования инфляции в мировой экономике

По данным МВФ¹, в настоящее время в мире политику таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят 43 страны. По оценкам на 2020 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. Первой страной, перешедшей к режиму таргетирования инфляции, в 1989 году стала Новая Зеландия. Вслед за ней из-за недостаточной эффективности действовавших режимов денежно-кредитной политики к таргетированию инфляции начали переходить другие страны. Так, режимы таргетирования отличных от инфляции макроэкономических показателей (например, монетарных агрегатов или курсов валют) не позволяли национальным экономикам с той же эффективностью абсорбировать внутренние и внешние экономические шоки, не обеспечивали необходимую предсказуемость макроэкономических условий, в целом ограничивали гибкость денежно-кредитной политики. В 1997 году первой среди стран с формирующимися рынками (СФР), перешедших к таргетированию инфляции, стала Чехия². Россия перешла к таргетированию инфляции с 2015 года. По состоянию на 2021 год среди СФР таргетерами инфляции являются 32 страны.

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

Рис. П-3-1



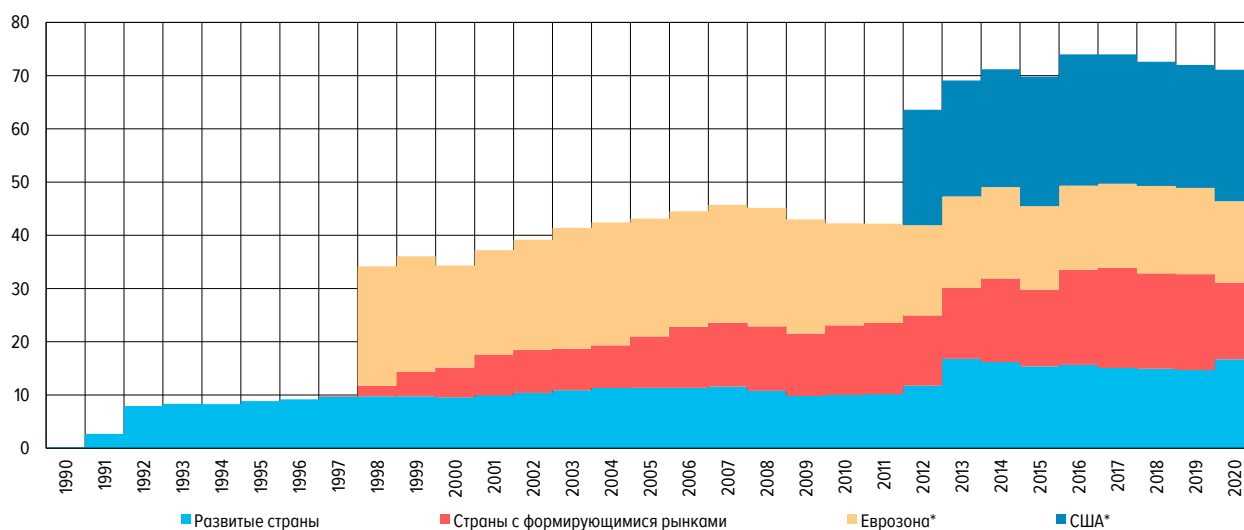
Источники: МВФ, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2019).

¹ Согласно данным ежегодного доклада МВФ о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2019 год).

² МВФ начал классифицировать Чехию как развитую страну только с 2009 года (World Economic Outlook, октябрь 2009 года).

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

Рис. П-3-2



* В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – после введения евро в 1999 году.
Источники: Всемирный банк, расчеты Банка России.

США и еврозона официально не объявляют себя таргетерами инфляции, однако стремятся к достижению выбранных целей по инфляции и придают первостепенное значение поддержанию ценовой стабильности при проведении денежно-кредитной политики.

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

Центральные банки стран, таргетирующих инфляцию, обычно устанавливают цель по инфляции с учетом структурных и институциональных особенностей экономики. Так, экономики развитых стран характеризуются большей устойчивостью, а монетарные власти обладают более продолжительным опытом таргетирования инфляции³ и высоким доверием к проводимой денежно-кредитной политике. Это позволяет поддерживать инфляционные ожидания, процентные ставки в экономике и саму инфляцию на более низком уровне, чем в СФР. Поэтому цели по инфляции в развитых странах в основном находятся на уровне 2% (за исключением Исландии и Австралии). Рынки развивающихся стран, как правило, более волатильны, что осложняет задачу по стабилизации инфляции на уровнях, сопоставимых с развитыми странами. Из-за этого в СФР цели по инфляции обычно выше, чем в развитых странах, и чаще всего устанавливаются в диапазоне от 3 до 4%.

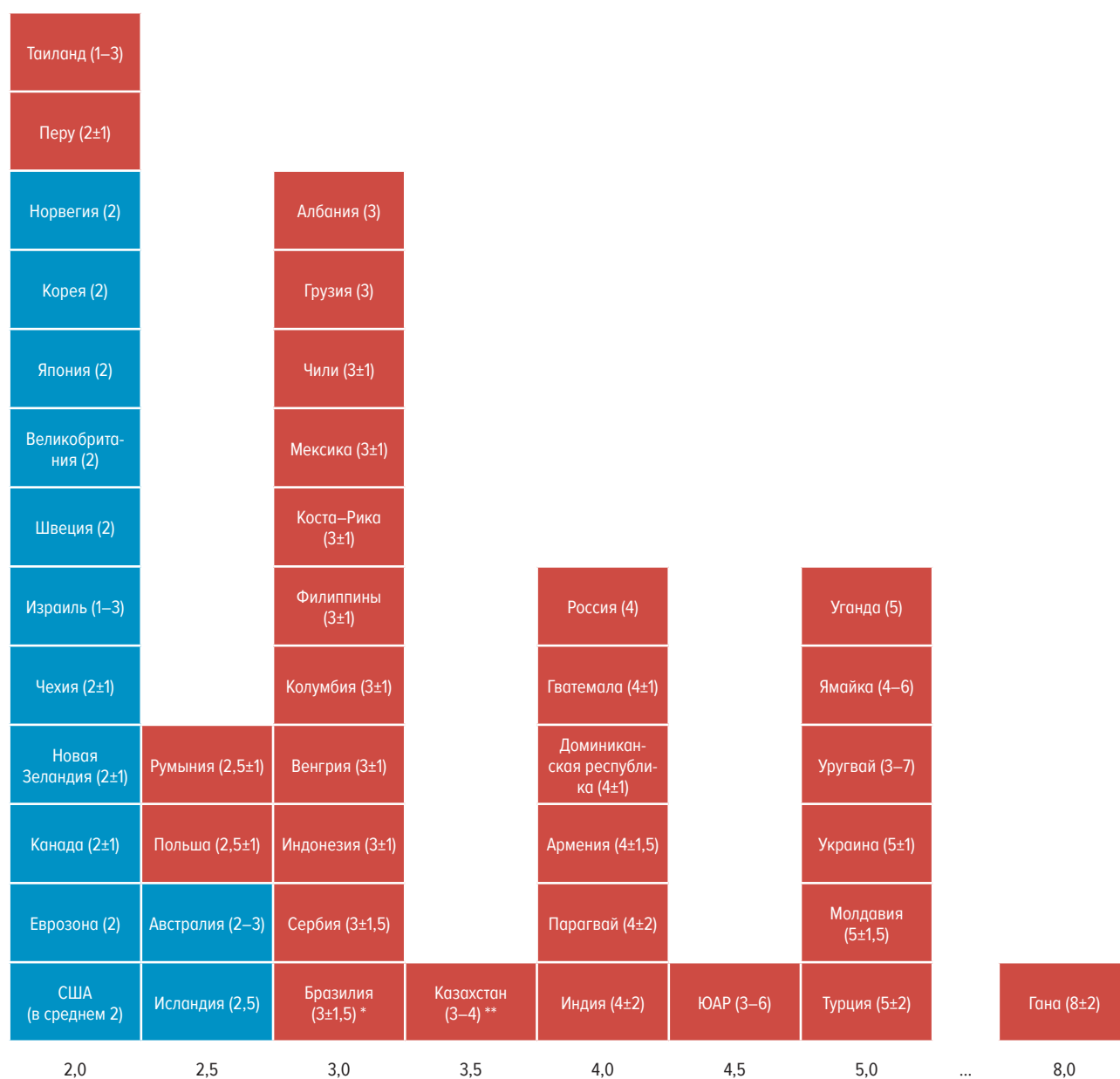
Мировой опыт таргетирования инфляции показывает, что снижение инфляции с высокого уровня к цели может занимать несколько лет, поэтому некоторые центральные банки на начальном этапе устанавливают промежуточные ежегодные ориентиры по уровню инфляции. При общности подходов политики стран, таргетирующих инфляцию, такие детали режима, как наличие или отсутствие диапазона допустимых отклонений и горизонта возвращения инфляции к цели, особенности операционного механизма, могут различаться в зависимости от уровня развития финансовых рынков и в целом специфики конкретной страны.

³ Средний период таргетирования инфляции в развитых странах составляет 23 года против 14 лет среди СФР.

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

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

Рис. П-3-3



* Цель Центрального банка Бразилии на 2024 год (цель на 2021 год установлена на уровне 3,75%±1,5).

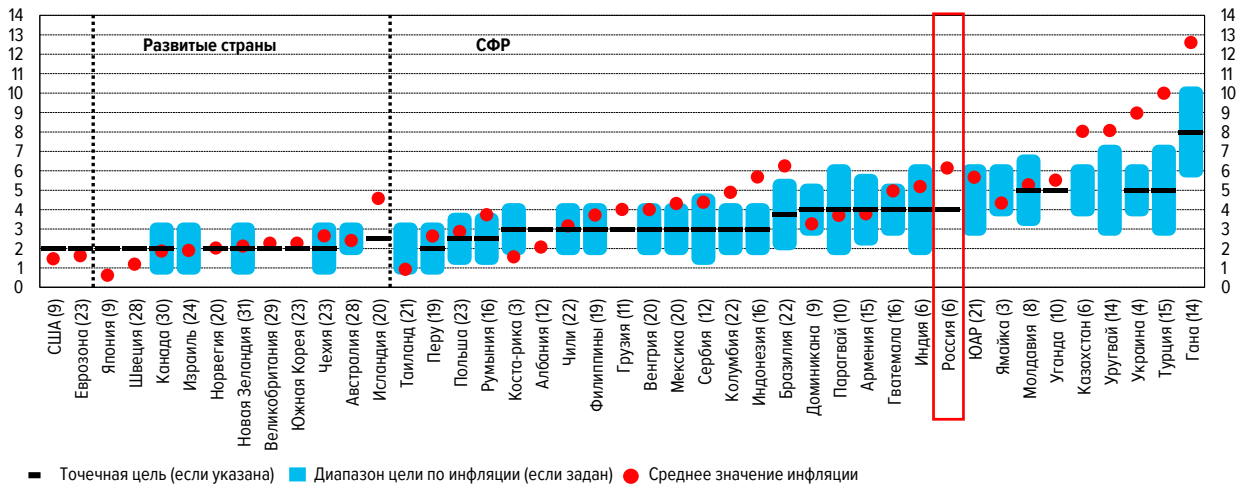
** Цель Национального банка Казахстана с 2025 года (цель на 2021 год установлена в диапазоне 4–6%).

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

Источники: сайты центральных банков.

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

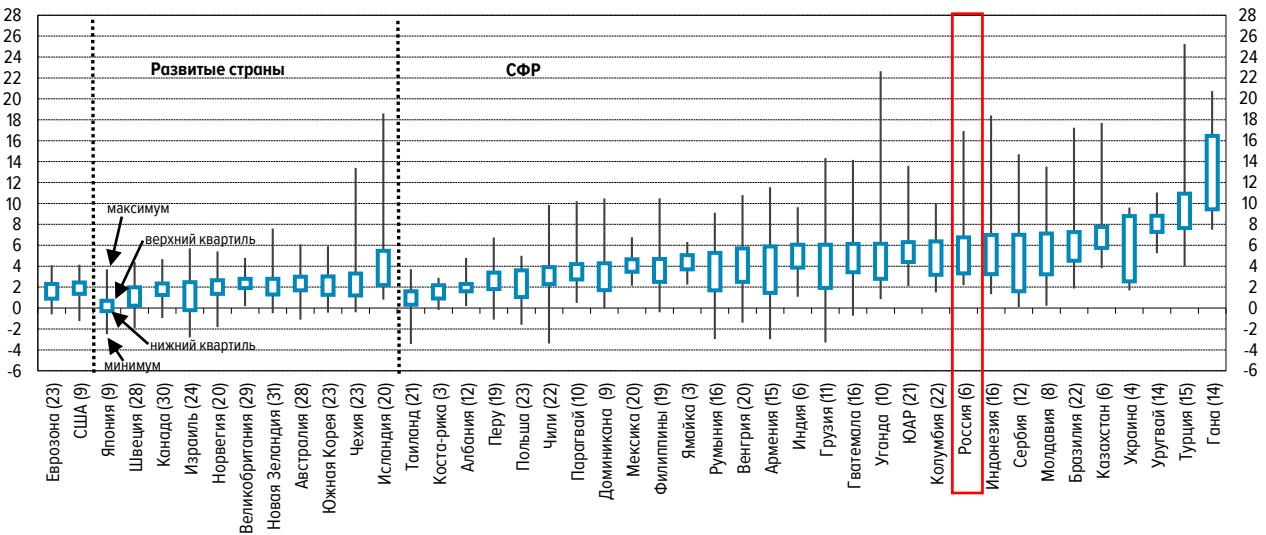
Рис. П-3-4



Примечание. Среднее значение инфляции для каждой страны рассчитано с момента перехода к режиму таргетирования инфляции. Для США при расчетах использовался headline PCE. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страны каждой группы отсортированы по целевому уровню инфляции: точки или середине целевого интервала (если середина не задана официально, она рассчитывается исходя из размера заданного диапазона).
Источники: сайты статистических служб, сайты центральных банков, расчеты Банка России.

РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ ПО СТРАНАМ: РАЗМАХ КОЛЕБАНИЙ ИНФЛЯЦИИ И ЦЕНТРАЛЬНАЯ ТЕНДЕНЦИЯ (% г/г)

Рис. П-3-5



Примечание. Максимум/минимум – максимальное/минимальное значение годовой инфляции за весь период таргетирования инфляции. Верхний/нижний квартиль – значение, меньше которого или равно которому 75%/25% выборки. Страны отсортированы по величине верхнего квартиля. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Для США при расчетах использовался headline PCE.
Источники: сайты статистических служб, сайты центральных банков, расчеты Банка России.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ С РЕЖИМОМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ
(по состоянию на июль 2021 года)

Табл. П-3-1

№	Страна	Дата перехода к режиму таргетирования инфляции	Тип цели	Уровень цели*	Ширина целевого интервала, п.п.	Средняя годовая инфляция с момента перехода к ИТ, %**	Среднеквадратическое отклонение инфляции от цели, п.п.***
Развитые страны							
Европа							
1	Великобритания	1992	Точка	2%		2,3	0,8
2	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,6	4,0
3	Норвегия	2001	Точка	2%		2,0	1,2
4	Чехия	1997	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,7	1,9
5	Швеция	1995	Точка	2%		1,2	1,4
Азия							
6	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,3	1,2
7	Япония	2013	Точка	2%		0,6	1,7
Австралия и Океания							
8	Австралия	1993	Диапазон	2–3%	1	2,4	1,3
9	Новая Зеландия	1990	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,1	1,5
Северная Америка							
10	Канада	1991	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		1,9	0,9
Ближний Восток							
11	Израиль	1997	Диапазон	1–3%	2	1,9	1,9
Страны с развивающимися рынками							
Европа							
12	Албания	2009	Точка	3%		2,1	1,3
13	Венгрия	2001	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,0	2,3
14	Молдавия	2013	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 1,5 п.п.		5,3	2,9
15	Польша	1998	Точка с допустимыми границами отклонения	2,5% ± 1 п.п.		2,9	2,6
16	Россия	2015	Точка	4%		6,1	4,7
17	Румыния	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	2,5% ± 1 п.п.		3,7	2,4
18	Сербия	2009	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1,5 п.п.		4,4	3,5
19	Турция	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 2 п.п.		10,0	6,3
20	Украина	2017	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 1 п.п.		9,0	4,6
Латинская Америка и страны Карибского бассейна							
21	Бразилия	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	2021: 3,75% ± 1,5 п.п. 2022: 3,50% ± 1,5 п.п.		6,2	3,3

				2023: 3,25% ± 1,5 п.п.			
				2024: 3,0% ± 1,5 п.п.			
22	Гватемала	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 1 п.п.		5,0	2,4
23	Доминиканская республика	2012	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 1 п.п.		3,3	2,2
24	Колумбия	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,9	1,7
25	Коста-Рика	2018	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		1,6	1,6
26	Мексика	2001	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,3	1,5
27	Парагвай	2011	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 2 п.п.		3,7	1,7
28	Перу	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1% п.п.		2,6	1,6
29	Уругвай	2007	Диапазон	3–7%	4	8,1	3,3
30	Чили	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		3,2	1,9
31	Ямайка	2018	Диапазон	4–6%	2	4,3	1,2
Азия							
32	Индия	2016	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 2 п.п.		5,2	2,2
33	Индонезия	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		5,7	3,0
34	Таиланд	2000	Диапазон	1–3%	2	0,9	1,6
35	Филиппины	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		3,7	1,9
Ближний Восток и Центральная Азия							
36	Армения	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	4,0% ± 1,5 п.п.		3,8	3,2
37	Грузия	2009	Точка	3%		4,0	4,0
38	Казахстан	2015	Диапазон	2021–2022: 4–6%	2	8	3,8
				2023–2024: 4–5%			
				с 2025: 3–4%			
Африка							
39	Гана	2007	Точка с допустимыми границами отклонения	8% ± 2 п.п.		12,6	6,0
40	Уганда	2011	Точка	5%		5,5	4,9
41	ЮАР	2000	Диапазон	3–6%	3	5,7	2,4

* По состоянию на 2021 год, если не указано иное. Цель по инфляции устанавливается, как правило, для общего индекса потребительских цен. Страны могут ориентироваться на его значение в текущем месяце к соответствующему месяцу предыдущего года, на конец года или на среднее значение в течение года.

** Средняя годовая инфляция рассчитана по месяцам.

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

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

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. НЕМОНЕТАРНЫЕ ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ В 2021 ГОДУ

В 2021 году существенное влияние на инфляцию в России продолжали оказывать немонетарные факторы, связанные с экономическими последствиями пандемии коронавируса инфекции, начавшейся в 2020 году. В целом к группе немонетарных факторов относятся несистематические изменения предложения и спроса, которые определяются разовыми событиями и влияние которых на инфляцию исчерпывается на краткосрочном горизонте. Они включают в себя, в частности, колебания мировых цен, неурожай, перебои в поставках товаров, эпизоды ажиотажного спроса, единовременные меры административного регулирования и так далее. Центральный банк, таргетирующий инфляцию, не реагирует на изменения цен, вызванные такими факторами, поскольку они затухают в короткий период и, следовательно, не подпадают под действие инструментов денежно-кредитной политики. Реакция на них мерами монетарной политики могла бы приводить к повышению волатильности разрыва выпуска и цен в среднесрочном периоде. К инструментам, применяемым для нивелирования влияния разовых немонетарных шоков, относятся механизмы таможенно-тарифной политики, иные меры государственного регулирования кратковременного действия, не затрагивающие основы рыночного ценообразования.

В 2021 году **дисбалансы на мировых товарных рынках оказывали повышательное давление на инфляцию в России. Кроме того, изменения противоэпидемических режимов в стране и мире поддерживали высокую волатильность цен**, в первую очередь в сфере услуг.

1. Проинфляционное влияние немонетарных факторов

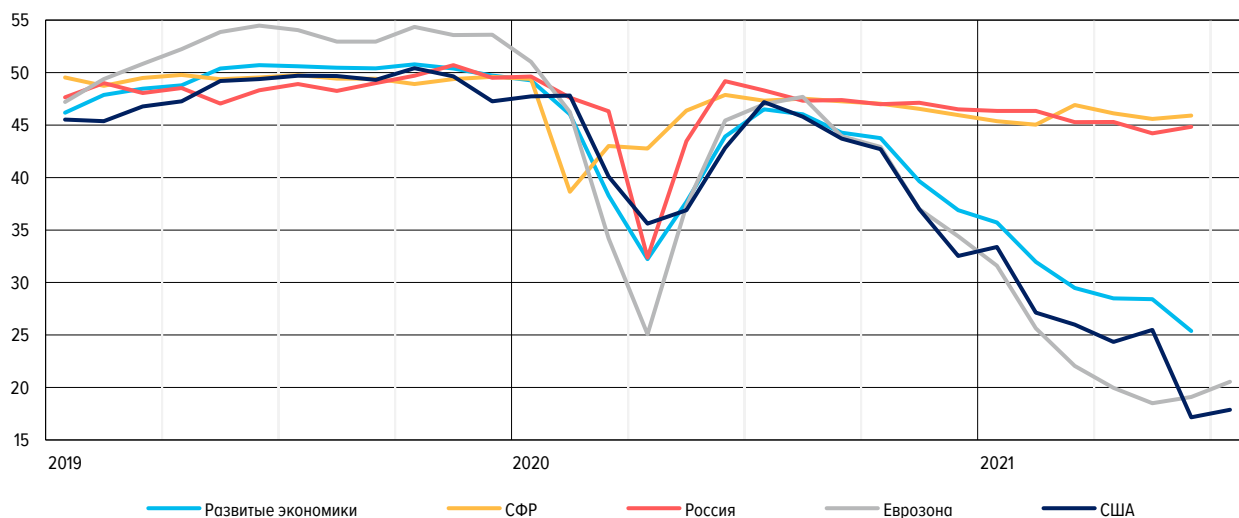
Конъюнктура мировых рынков в 2021 году определялась, с одной стороны, стабильным восстановлением глобального спроса, стимулируемого масштабной государственной поддержкой, с другой – сузившимися возможностями наращивания предложения, обусловленными противоэпидемическими ограничениями. Так, имели место задержки или падение объемов поставок сырья, комплектующих, готовой продукции, ощущалась нехватка транспортных мощностей. Индекс PMI Suppliers' Delivery Times, отражающий своевременность сроков поставки заказанных товаров, в развитых странах достиг минимальных значений за последние 15 лет (рис. П-4-1). Для стран с формирующимся рынком (СФР) значения индекса выше, однако опрошенные IHS Markit менеджеры по закупкам отмечают, что ситуация может оставаться сложной до конца 2021 года.

Сбои глобальных логистических и производственных цепочек затронули многие отрасли российской экономики¹. Помимо нарушений нормального производственного ритма, перебои в поставках стимулировали российские предприятия создавать дополнительные производственные запасы, искать новых поставщиков и каналы сбыта.

¹ См. врезку «Ограничения предложения отдельных видов продукции и их факторы» в докладе «Региональная экономика: комментарии ГУ Банка России». №4. Апрель 2021 года (http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32214/report_15042021.pdf).

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI SUPPLIERS' DELIVERY TIMES
(пункты)

Рис. П-4-1



Источник: Bloomberg.

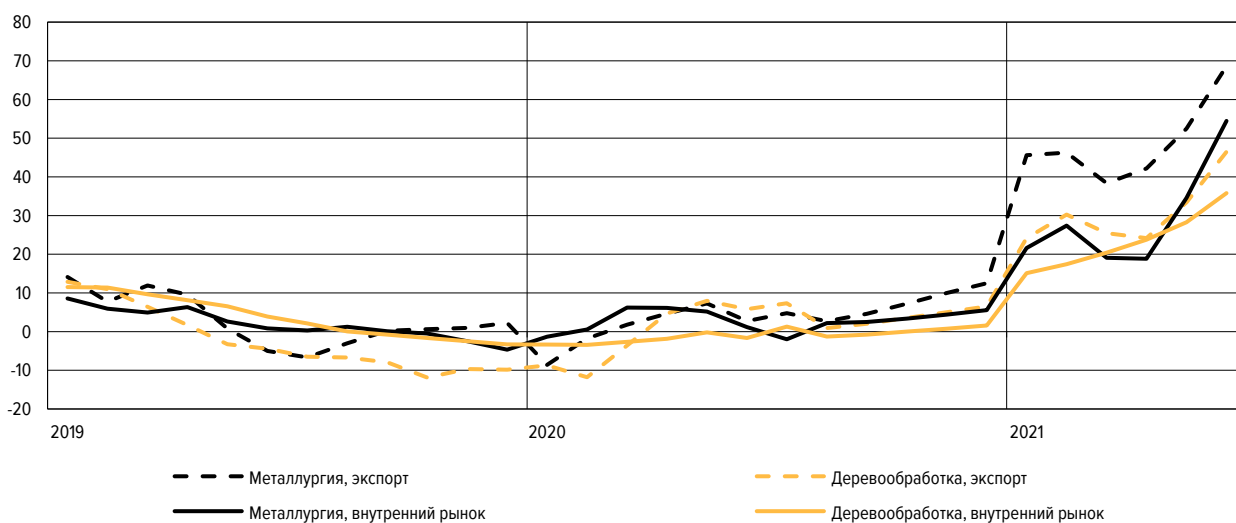
Все это приводило к росту издержек, что ограничивало выпуск и формировало давление на цены конечной продукции.

Отставание роста глобального предложения относительно мирового спроса привело к **ускорению роста цен на мировых товарных рынках**, которое создало существенное повышательное давление на инфляцию в России. Так, в начале 2021 года происходило повышение мировых цен на нефть и нефтепродукты, которое совпало с ежегодным изменением параметров демпферной составляющей возвратного акциза на нефтепродукты (индексацией индикативной цены внутреннего рынка на 5%). Результатом стало ускорение роста внутренних **цен на моторное топливо** (на бензин – до 1,1% SA в марте, в последние месяцы 2020 года – около 0,1% SA). Правительство Российской Федерации принимало меры по расширению предложения нефтепродуктов на внутреннем рынке (в том числе за счет биржевой торговли). С мая вступили в силу корректировки демпферного механизма, в соответствии с которыми расчет индикативной цены опирается на фактические темпы роста розничных цен на топливо (в 2021 году – за предыдущие два года). Это снизило ценовое давление – по оценкам, при прежних параметрах бензин в целом в 2021 году мог бы подорожать на 4 п.п. больше. В II квартале среднемесячный прирост цен на него замедлился до 0,5% SA (1,0% SA в I квартале). В июле повышение оптовых и розничных цен нефтепродуктов вновь ускорилось под влиянием роста мировых цен. Тем не менее годовой прирост цен на бензин и дизельное топливо не превысил инфляцию (5,84 и 4,69% соответственно).

В условиях глобального удорожания энергетического сырья, связанного с пандемией, индексация **цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний**, включая плату за коммунальные услуги населению и железнодорожные пассажирские перевозки в плацкартном вагоне, в соответствии с базовым принципом «инфляция минус» является важным механизмом, препятствующим раскручиванию спирали «затраты-цены». В июле 2021 года годовой прирост регулируемых цен на коммунальные услуги составил 4,14%, на билет в плацкартный вагон – 3,45%.

ЦЕНЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ В МЕТАЛЛУРГИИ И ДЕРЕВООБРАБОТКЕ
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. П-4-2



Источник: Росстат.

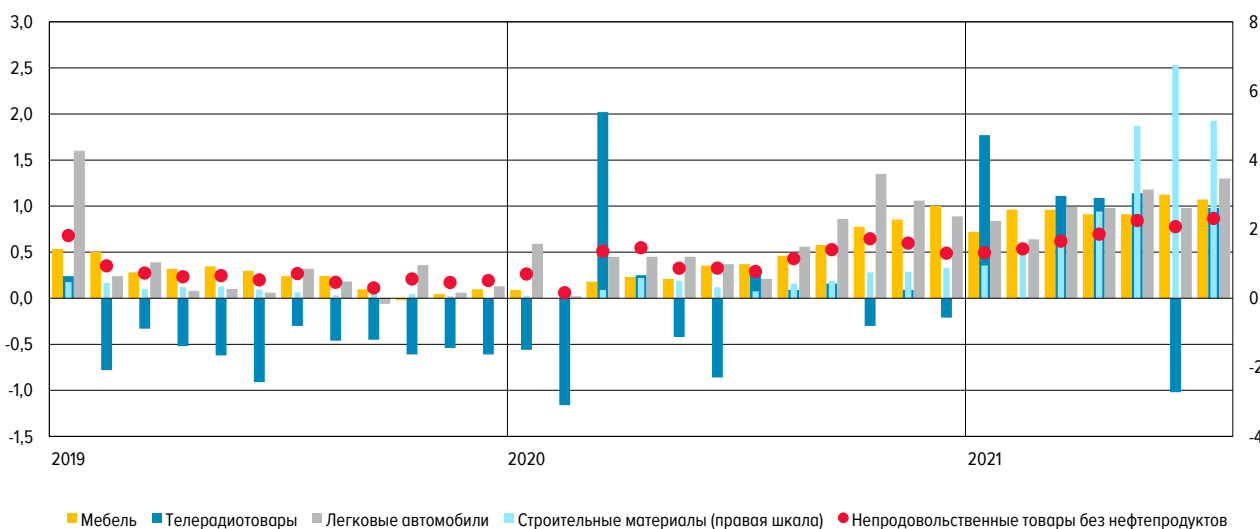
На мировом рынке промышленных товаров особенно резким было повышение цен на **металлы и продукцию металлообработки, древесину и продукцию ее переработки**. Россия является одним из ключевых поставщиков этой продукции на внешний рынок, и ускоренный рост цен экспорта сопровождался резким увеличением темпов роста цен производителей на внутреннем рынке (рис. П-4-2).

Результатом стало ускорение удорожания многих товаров на потребительском рынке. Наиболее заметно увеличился темп прироста цен на строительные материалы, в структуре затрат на производство которых доля продукции металлургии и деревообработки особенно велика. В первом полугодии его среднемесячное значение составило 3,0% SA против 0,3% SA в том же периоде 2019 года. В июне месячный прирост достиг 6,75% SA – максимума с июня 2016 года; в июле его значение лишь несколько снизилось (рис. П-4-3). Рост цен на металлы стал одним из главных источников ускоренного удорожания автомобилей. Дополнительным фактором ограничения их выпуска и роста издержек производителей была нехватка комплектующих: на мировом рынке сложился дефицит полупроводниковых компонент, включая микросхемы. Как результат, среднемесячный прирост потребительских цен на автомобили в январе-июле 2021 года составил 1,0% SA (0,4% SA в сопоставимом периоде 2019 года).

Перенос издержек в цены в этих сегментах рынка облегчало расширение спроса, поддержку которому оказывали государственные программы. Так, льготная ипотека, придав импульс покупкам жилья и жилищному строительству, косвенно способствовала росту спроса на строительные материалы, мебель, бытовую технику. Государственные программы поддерживали спрос на отечественные автомобили. На сдвиге структуры расходов в пользу товаров длительного пользования отразился также «эффект закрытых границ»: усилился интерес домохозяйств к приобретению загородной недвижимости и, как следствие, к покупкам товаров для дома и ремонта, автомобилей. **Ускорение роста цен на потребительские товары длительного пользования вносило основной вклад в повышение темпа роста цен в целом на непродовольственные товары.**

ЦЕНЫ НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ
(прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

Рис. П-4-3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Для нивелирования негативных эффектов роста мировых цен на металлы Правительство Российской Федерации установило пошлины на вывоз за пределы ЕАЭС черных и цветных металлов² на период с 1 августа по 31 декабря 2021 года. По истечении этого срока заработает постоянно действующий механизм по стабилизации цен на металлы и металлопродукцию. С 1 июля по 31 декабря 2021 года действуют новые пошлины на экспорт лесоматериалов. Указанные меры позволят стабилизировать внутренние цены на древесину и металлы, что ограничит повышение потребительских цен на непродовольственные товары.

Вслед за мировыми ценами ускорился рост внутренних **цен производителей аграрного сырья и продовольствия**. Удорожание продукции растениеводства, в первую очередь зерна и масличных, имело отложенные эффекты на затраты и цены в животноводстве (рис. П-4-4). Дополнительное влияние оказывали такие немонетарные факторы, как повышение цен на импортируемые ветеринарные препараты, генетический материал, ухудшение эпизоотической ситуации в конце 2020 – первые месяцы 2021 года. В I квартале 2021 года заметно ускорился рост потребительских цен на продукты питания животного происхождения, **а удорожание мясопродуктов внесло основной вклад в повышение продовольственной инфляции**.

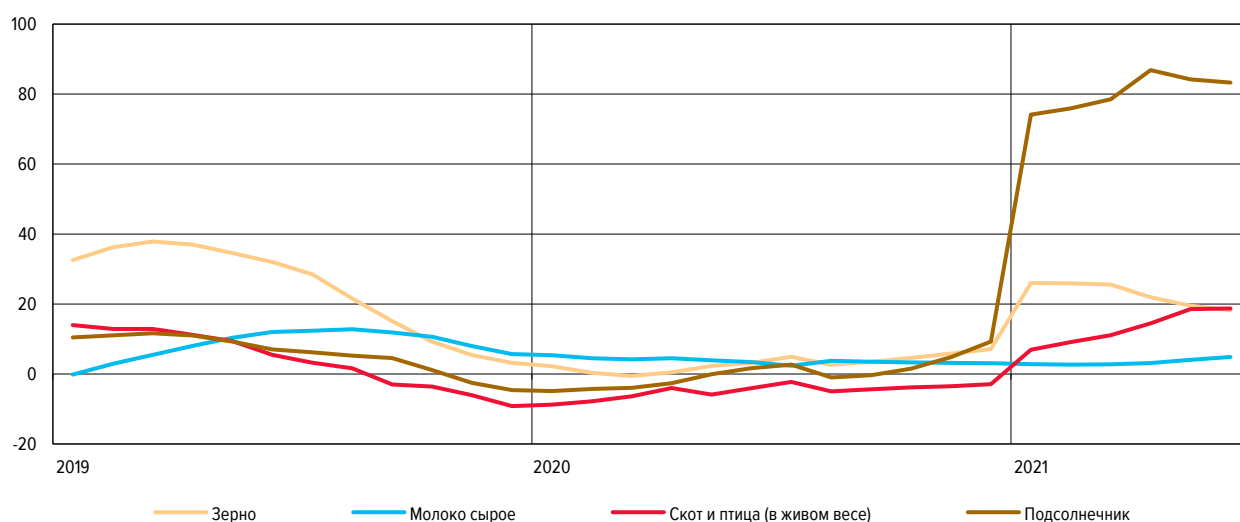
Для ограничения влияния внешних немонетарных шоков на рынке продовольствия Правительство Российской Федерации принимало ответные меры. **На рынке основных зерновых культур** (пшеницы, кукурузы, ячменя) с 15 февраля 2021 года были установлены постоянные ставки экспортных пошлин³; до 1 июля действовали квоты на их вывоз. С 2 июня заработал постоянно действующий механизм «зернового демпфера» (пошлины взимаются, если уровень мировых цен превышает установленные ба-

² Пошлина состоит из базовой ставки (15%) и специфического компонента. Величина последнего рассчитывается в зависимости от вида металла (для цветных металлов) или степени переработки продукции (для черных металлов) с учетом динамики мировых цен по итогам пяти месяцев 2021 года.

³ Для пшеницы: до 1 марта – 25 евро за тонну, после 1 марта – 50 евро; для кукурузы – 25 евро; для ячменя – 10 евро.

ЦЕНЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ СЕЛЬХОЗПРОДУКЦИИ (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

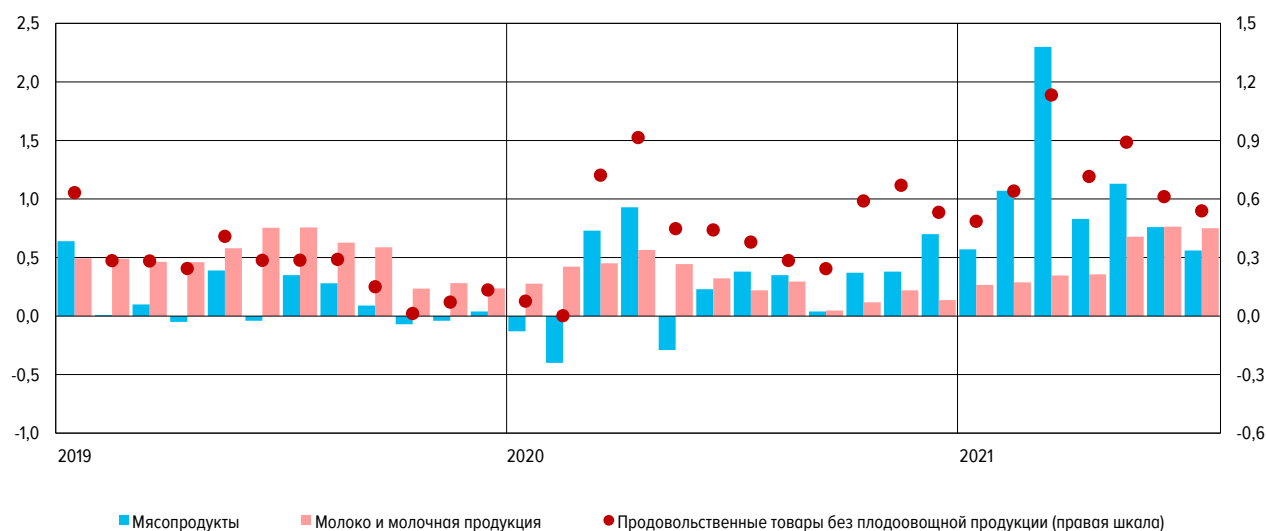
Рис. П-4-4



Источник: Росстат.

ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ (прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

Рис. П-4-5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

зовые значения⁴). Эти меры позволили стабилизировать цены на зерно на внутреннем рынке и уменьшить их зависимость от мировых цен. Так, внутренняя цена тонны пшеницы в среднем за июль 2021 года увеличилась по сравнению с июлем 2020 года менее чем на 2%, при этом экспортная цена российской пшеницы за этот период увеличилась более чем на 25%.

В конце 2020 года были установлены временные предельные оптовые и розничные цены на подсолнечное масло (действуют до 1 октября 2021 года). В 2021 году повыша-

⁴ Для пшеницы базовое значение установлено на уровне 200 долл. США за тонну. При цене, превышающей 200 долл. США за тонну, пошлина составляет 70% от разницы базовой цены и 200 долл. США. Для ячменя и кукурузы индикатор установлен на уровне 185 долл. США за тонну.

лись пошлины на экспорт семян подсолнечника (с 9 января⁵ и с 1 июля⁶), с 1 сентября вступит в силу плавающая экспортная пошлина на подсолнечное масло⁷.

В II квартале темпы роста потребительских цен на мясную продукцию уменьшались в условиях высокой насыщенности рынка, снижения мировых цен на зерно и растительные масла, а также благодаря принятым мерам. Тем не менее, учитывая инерционность ценообразования, их уровень оставался повышенным (рис. П-4-5).

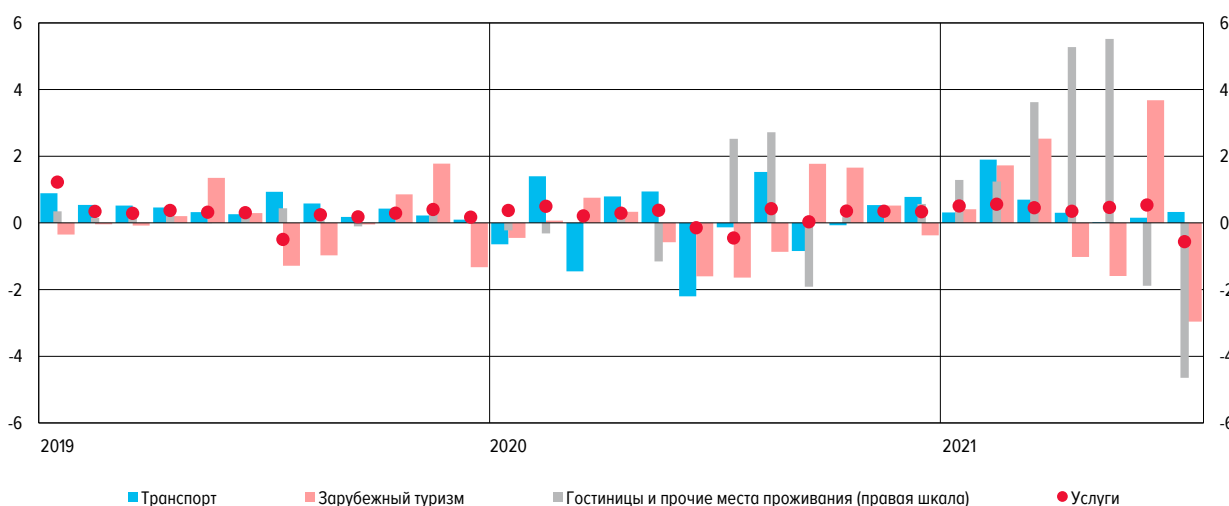
В целом инструменты таможенно-тарифного регулирования способствуют нивелированию негативного влияния временных немонетарных внешних шоков на конъюнктуру внутренних рынков при сохранении рыночного характера ценообразования. Однако прямое административное вмешательство в установление цен несет в себе риски локальных дефицитов, снижения предложения, сворачивания инвестиций производителями и дестабилизации настроений потребителей. Основным механизмом достижения и поддержания ценовой стабильности выступает денежно-кредитная политика.

2. Влияние немонетарных факторов на ценовую волатильность

В 2021 году изменения противозидемических режимов в стране и за рубежом (их ужесточение или смягчение в зависимости от развития ситуации с заболеваемостью) продолжали определять конъюнктуру рынка туристских и связанных с ней услуг (транспорта, гостиниц, общественного питания). Переключения турпотоков между зарубежными и российскими направлениями в связи с введением или отменой запретов на поездки, изменения параметров авиаперевозок приводили к **колебаниям цен на услуги в весьма широком диапазоне** (рис. П-4-6). Однако благодаря разнонаправ-

ЦЕНЫ НА УСЛУГИ
(прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

Рис. П-4-6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

⁵ С 6,5 до 30%, но не менее 165 евро/тонну.

⁶ 50%, но не менее 320 долл. США за тонну.

⁷ Экспортная пошлина составляет 70% и взимается с разницы между базовой ценой (1000 долл. США за тонну) и индикативной ценой (средняя рыночная цена за месяц), уменьшенной на величину корректирующего коэффициента (50 долл. США за тонну).

ленности они в целом компенсировали друг друга, и в среднем прирост цен на услуги был практически стабильным. Это указывает на то, что главным источником волатильности было быстрое переключение спроса между направлениями и видами отдыха. В таких условиях по мере нормализации эпидемической ситуации можно ожидать уменьшения размаха ценовых колебаний.

По мере нормализации эпидемической ситуации в мире и в России действие временных факторов, связанных с противоэпидемическими мерами, будет постепенно затухать. Нивелированию их негативных краткосрочных эффектов способствовали меры Правительства Российской Федерации. Тем не менее рассмотренные **немонетарные факторы индуцировали нежелательные вторичные эффекты, имеющие более долговременный характер**: ускоренный рост потребительских цен привел к повышению инфляционных и ценовых ожиданий экономических субъектов и усилению мотивов к активизации текущего потребления. Возникли **риски для среднесрочной ценовой стабильности, потребовавшие применения инструментов денежно-кредитной политики**. По прогнозу Банка России, годовая инфляция составит 5,7–6,2% в 2021 году. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2022 году и в дальнейшем будет находиться вблизи 4%.

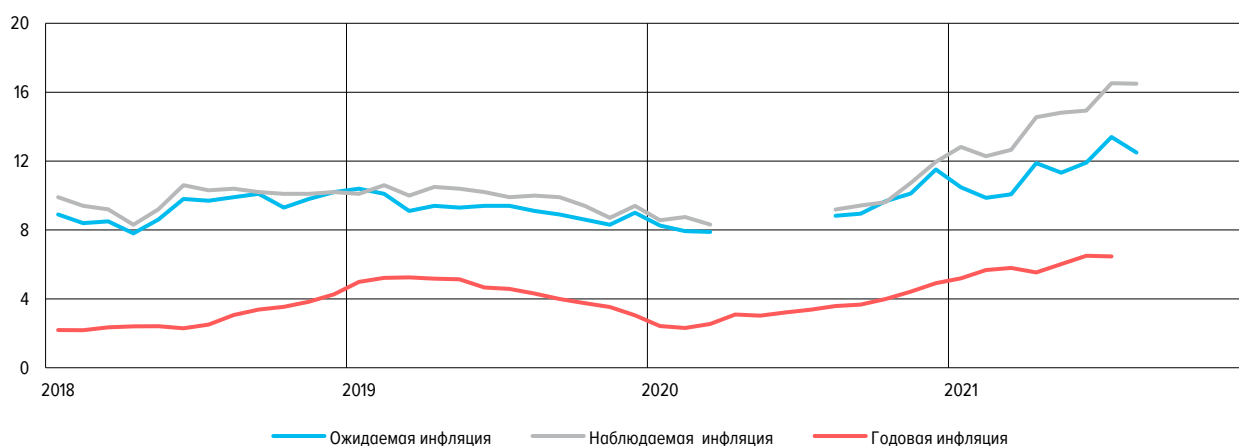
ПРИЛОЖЕНИЕ 5. ВОСПРИЯТИЕ ИНФЛЯЦИИ НАСЕЛЕНИЕМ И БИЗНЕСОМ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСОВ

Восприятие инфляции населением и бизнесом, а также их инфляционные ожидания играют существенную роль в проведении эффективной денежно-кредитной политики. В ситуации, когда инфляционные ожидания экономических агентов закоренены у цели по инфляции, они не реагируют на реализацию разовых проинфляционных или дезинфляционных факторов. В этом случае не требуется и реакции со стороны денежно-кредитной политики. И, наоборот, если инфляционные ожидания не закоренены и чувствительны к действию разовых факторов, их рост может приводить к возникновению вторичных эффектов и создавать угрозу отклонения инфляции от цели в среднесрочной перспективе, что в свою очередь делает неизбежной реакцию со стороны денежно-кредитной политики. Поэтому Банк России придает большое значение анализу инфляционных ожиданий экономических агентов и их восприятия текущей инфляции.

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

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

Рис. П-5-1

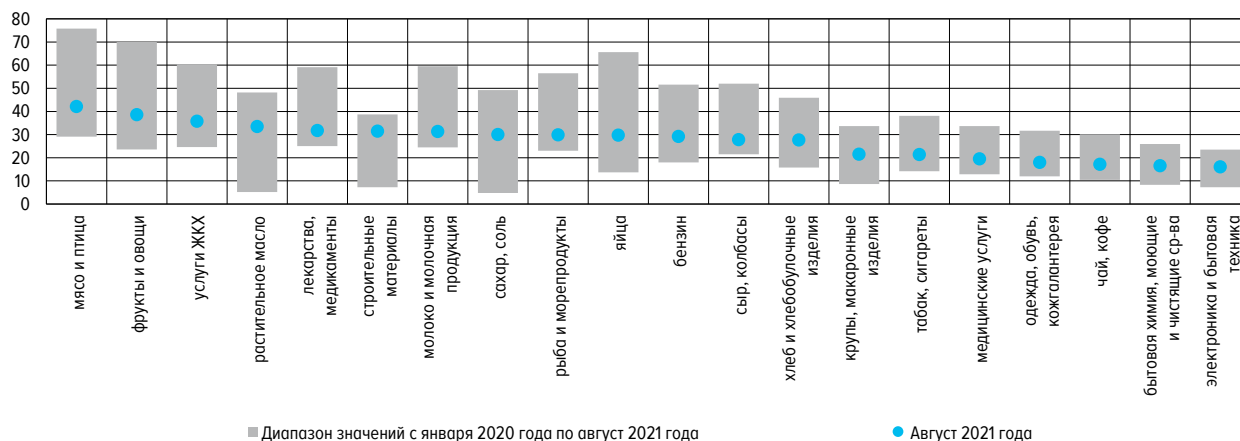


Источники: ООО «инФОМ», Росстат.

¹ Анализ текущих изменений инфляционных ожиданий экономических агентов представлен в информационно-аналитическом комментарии Банка России «Инфляционные ожидания и потребительские настроения» (http://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/).

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

Рис. П-5-2



Источник: ООО «инФОМ».

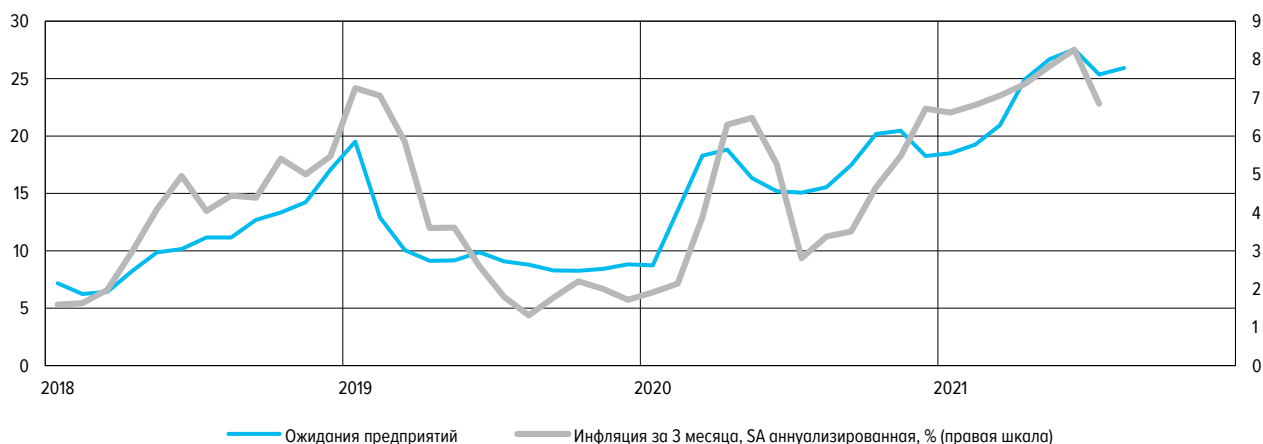
Во второй половине 2020 – 2021 году инфляционные ожидания населения преимущественно увеличивались (рис. П-5-1) в ответ на разовые всплески цен на отдельные товары (рис. П-5-2) и на фоне общего ускорения инфляции. Наиболее часто за период с января 2020 года по август 2021 года респонденты отмечали рост цен на фрукты и овощи, мясо и птицу, яйца, реагируя на происходившие эпизоды ускорения роста цен на эти товары. К июлю 2021 года инфляционные ожидания достигли максимального значения с ноября 2016 года, медианная оценка ожидаемой в ближайшие 12 месяцев инфляции составила 13,4%. В августе ожидания незначительно снизились, но остались вблизи многолетних максимумов. Вместе с ростом инфляционных ожиданий увеличивались и оценки наблюдаемой населением инфляции, которые в июле-августе достигли 16,5%.

Настолько значительный рост инфляционных ожиданий населения в ответ на ускорение текущего роста цен указывает на низкую степень их заякоренности. В качестве основного критерия заякоренности инфляционных ожиданий Банк России рассматривает снижение их волатильности и чувствительности к разовым и кратковременным колебаниям цен на отдельные товары или услуги. Из-за того, что сейчас инфляционные ожидания остаются чувствительными к таким колебаниям, изменения в текущей ценовой динамике оказывают значимое влияние на потребительское поведение людей. Так, на фоне высоких инфляционных ожиданий в конце 2020 – начале 2021 года происходило уменьшение склонности россиян к сберегательному поведению. По данным опросов ООО «инФОМ», к маю 2021 года доля респондентов, считающих, что имеющиеся свободные деньги лучше откладывать, а не тратить на дорогостоящие покупки, достигла 50% – это минимальное значение с июля 2015 года². Уменьшение по сравнению с уровнем до пандемии (февраль 2020 года) составило 6 процентных пунктов. В июне-августе 2021 года эта доля увеличилась до 51%, но оставалась вблизи многолетних минимумов. Такие изменения в потребительском поведении, произошедшие даже под влиянием разовых проинфляционных факторов,

² См. [Краткий аналитический отчет ООО «инФОМ»](http://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/) (http://www.cbr.ru/analytics/dkp/inflationary_expectations/).

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ (БАНК РОССИИ).
БАЛАНС ОТВЕТОВ
(%)

Рис. П-5-3



Источники: Росстат, Банк России.

приводят к ускорению роста цен, могут спровоцировать появление инфляционной спирали и продолжительное отклонение инфляции от цели.

Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед во второй половине 2020–2021 году также увеличивались (рис. П-5-3). Основной причиной роста ценовых ожиданий предприятий был происходивший рост издержек. В мае-июне 2021 года доля предприятий, отметивших этот фактор, достигла максимальных значений за 12 лет. Предприятия отмечали рост цен на сырье, материалы и комплектующие как на внутреннем, так и на внешнем рынке. Возросшие издержки они переносили в свои отпускные цены, чему также способствовало отмечавшееся расширение спроса на их продукцию. В августе 2021 года средний ожидаемый предприятиями темп прироста цен в ближайшие три месяца составил 3,8% в годовом выражении, что заметно выше, чем до пандемии – в январе 2020 года значения этого показателя составляли 3,1%. В отраслевом разрезе наиболее высокие ценовые ожидания наблюдались в розничной торговле. В августе 2021 года средний ожидаемый предприятиями розничной торговли темп прироста цен в ближайшие три месяца составил 6,0% в годовом выражении.

Инфляционные ожидания экономических агентов в 2020–2021 годах существенно выросли и достигли многолетних максимумов, реагируя на ускорение текущего роста цен. Повышение ключевой ставки и последующее замедление инфляции к 4% позволят снизить уровень ожидаемой населением и бизнесом инфляции. Дальнейшее нахождение инфляции вблизи целевого уровня будет способствовать закориванию инфляционных ожиданий.

ПРИЛОЖЕНИЕ 6. ВЛИЯНИЕ ВВЕДЕНИЯ ЦИФРОВОГО РУБЛЯ НА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНУЮ ПОЛИТИКУ

Цифровой рубль – это новая, третья форма денег. Введение цифрового рубля неизбежно отразится на спросе экономических агентов на иные, ранее существовавшие формы денег – наличные деньги в обращении и безналичные деньги банков (средства на рублевых банковских счетах). Вероятнее всего, возможен частичный переток денежной массы из формы безналичных и наличных денег в форму цифрового рубля. Скорость и масштабы этого замещения будут зависеть от потребительских свойств цифрового рубля, его удобства для клиентов. На спрос на цифровой рубль также повлияют, с одной стороны, ограничения и лимиты (например, на объем операций или остаток в кошельке), которые Банк России может установить, чтобы обеспечить плавность внедрения новой формы денег, с другой – вероятные требования осуществлять отдельные платежи (например, выплаты населению из бюджета) в цифровых рублях. От того, как изменится спрос населения и предприятий на различные формы денег, и будет в конечном счете зависеть влияние цифрового рубля на денежно-кредитную политику и финансовую стабильность. Поэтому Банк России будет вводить цифровой рубль в обращение постепенно, поэтапно расширяя область его применения. Это позволит как банкам, так и другим экономическим агентам, а также самому Банку России адаптироваться к изменившимся условиям.

Введение цифрового рубля и балансы финансовых институтов, денежные агрегаты

Замещение цифровым рублем наличных денег в обращении означает, что в пассивах Банка России уменьшится доля выпущенных наличных денег и вырастет доля выпущенных цифровых рублей. Балансы кредитных организаций при этом не изменятся.

Замещение цифровым рублем безналичных денег при прочих равных может привести к снижению объема остатков средств на счетах клиентов банков. Банки смогут заместить эти средства другими источниками фондирования – заимствованиями на денежном рынке и у Банка России, собственными облигациями и срочными депозитами. По сравнению с цифровыми рублями привлекательность последних будут формировать начисляемые на них проценты. Также росту срочных депозитов будет способствовать долгосрочное повышение склонности населения к сбережению, условия для которого формирует стабильно низкая инфляция. Помимо этого, банки могут скорректировать размер своих активов, например сократив вложения в депозиты и облигации Банка России. В балансе Банка России росту выпущенных цифровых рублей будет соответствовать снижение обязательств перед банками по депозитам и облигациям или рост требований к кредитным организациям по операциям по предоставлению ликвидности.

Цифровые рубли, как и наличные деньги в обращении, войдут в состав денежной базы и денежной массы. Поскольку все три формы денег – наличные рубли, безналичные и цифровые рубли – входят в состав денежной массы, появление в обращении новой формы денег лишь изменит соотношение между ее различными компонентами. В то же время поскольку ожидается скорость обращения цифрового рубля будет

выше, чем наличных рублей, для обслуживания такого же объема операций цифровых рублей может понадобиться меньше. Так, поскольку создание и выпуск в обращение цифровых рублей будет происходить гораздо быстрее, чем эмиссия наличных денег, потребность Банка России и финансовых посредников в хранении цифровых рублей в кошельках может существенно снизиться. Также может уменьшиться объем средств в кассах фирм, которые смогут «инкассировать» цифровые рубли (то есть конвертировать в безналичные средства) гораздо быстрее, чем наличные деньги. В результате возможно некоторое замедление темпов роста денежной массы. Однако для реализации такого эффекта необходимо достаточно высокое проникновение цифрового рубля в расчеты.

А вот размер денежной базы может измениться под влиянием разнонаправленных факторов. Замещение обязательств банков обязательствами Банка России в форме цифровых рублей должно способствовать увеличению денежной базы, которое будет сдерживаться снижением объема обязательных резервов по рублевым обязательствам кредитных организаций. В то же время снижению денежной базы в широком определении будет способствовать уменьшение вложений банков в депозиты и облигации Банка России, но только в том случае, если в банковском секторе в целом будет сохраняться структурный профицит ликвидности.

Вместе с тем само по себе изменение объема наличных денег в обращении и иных денежных агрегатов не влияет на макроэкономические переменные, эффективность денежно-кредитной политики и финансовую стабильность. Объем денег в экономике, под которым часто понимается денежная масса в национальном определении, определяется действием источников денежного предложения, основными из которых в настоящее время являются кредитование банками населения и предприятий, а также операции органов государственного управления. Объем банковского кредита зависит в свою очередь от спроса на заемные средства со стороны субъектов экономики при заданном уровне процентных ставок, который зависит от денежно-кредитной политики Банка России, в то время как предложение средств со стороны органов государственного управления определяется бюджетно-налоговой политикой государства. Таким образом, Банк России и Минфин России, проводя скоординированную макроэкономическую политику, обеспечивают соответствие предложения денег в экономике спросу на них при такой траектории процентных ставок, которая способствует поддержанию инфляции вблизи целевого уровня. Поэтому любые изменения в характере денежного обращения, спросе населения и предприятий на различные платежные инструменты будут автоматически учитываться Банком России при проведении денежно-кредитной политики и, следовательно, не окажут влияния на экономику и инфляцию.

При этом соотношение между различными формами денег – наличными деньгами, цифровыми и безналичными рублями – будет зависеть в основном от удобства их использования, транзакционных издержек и ограничений при конвертации средств из одной формы денег в другую, а также от уровня процентных ставок по банковским депозитам – единственной формы денег, которая будет приносить доход их владельцу. Если в целом объем денег в экономике будет соответствовать ее потребностям в средствах для расчетов и сбережений, соотношение между разными формами денег не окажет влияния на макроэкономические переменные.

Введение цифрового рубля и ликвидность банковского сектора, операционная процедура денежно-кредитной политики

Введение цифрового рубля может отразиться на динамике и объеме ликвидности банковского сектора. Кредитные организации могут обменивать средства с собственных корсчетов на цифровые рубли. Поэтому изменение цифровых рублей в обращении станет еще одним фактором формирования ликвидности наряду с наличными деньгами в обращении.

На начальном этапе введения цифрового рубля возможен некоторый рост неопределенности для кредитных организаций и Банка России, связанный с динамикой спроса на цифровые рубли и, соответственно, его влиянием на ликвидность. В связи с этим возможен временный рост волатильности ставок денежного рынка. По мере адаптации банковского сектора к изменившимся условиям динамика ставок денежного рынка стабилизируется. Более того, для наличных денег характерна недельная, внутримесячная и внутригодовая сезонность, связанная в основном с необходимостью для банков наполнять кассы и банкоматы перед выходными днями и длинными праздниками. В случае замещения наличных денег цифровыми рублями банки могут осуществлять процесс инкассации гораздо быстрее, что позволит им снизить избыточный спрос на данные средства, в результате чего динамика ликвидности банковского сектора станет более сглаженной. При прочих равных это будет способствовать снижению волатильности ставок денежного рынка в долгосрочной перспективе.

Как отмечалось выше, замещение цифровыми рублями безналичных денег может привести к снижению остатков клиентских средств в пассивах банков. Возможный отток ликвидности из банковского сектора приведет к уменьшению структурного избытка и, возможно, переходу к структурному дефициту. Это значит, что Банк России из нетто-заемщика банковского сектора по операциям денежно-кредитной политики может стать нетто-кредитором.

Структурный дефицит ликвидности является нормальным состоянием банковского сектора: это означает, что банки преимущественно привлекают средства у Банка России, а не размещают, как это происходит в последние годы. При переходе к дефициту процентные ставки межбанковского денежного рынка могут располагаться в верхней половине процентного коридора, тогда как в условиях структурного избытка они формируются несколько ниже ключевой ставки Банка России. Поэтому если переход к структурному дефициту произойдет, Банк России учтет его влияние при определении траектории ключевой ставки. Банк России также продолжит следить за тем, чтобы при любой ситуации с ликвидностью кредитные организации могли привлечь необходимый объем средств, при необходимости уточняя требования к обеспечению по операциям предоставления ликвидности. Поэтому в целом введение цифрового рубля не повлияет на условия достижения операционной цели денежно-кредитной политики.

Введение цифрового рубля и прибыль банковского сектора

Поскольку на цифровые рубли проценты начисляться не будут, нет оснований предполагать, что цифровые рубли заместят значительную часть безналичных денег. Банковские депозиты продолжат пользоваться спросом. Вероятнее всего, не будет значимого оттока средств и по текущим (расчетным счетам): уже сейчас банки предлагают для клиентов различные дополнительные услуги – кешбэк, проценты на не-

снижаемый остаток и другие. По всей видимости, большинство банков будет прибегать к данным инструментам, чтобы повысить привлекательность своих счетов для клиентов.

В случае замещения «бесплатных» клиентских средств на счетах банков средствами, привлекаемыми на рыночных условиях, возможен некоторый рост стоимости фондирования для банков. Банк России будет учитывать влияние этого фактора при принятии решения об уровне ключевой ставки. Банки же смогут перенести рост стоимости фондирования в ставки по иным операциям, а также найти другие источники дохода, в том числе связанные с операциями с цифровым рублем.

Введение цифрового рубля и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

Введение цифрового рубля и финансовая стабильность

Одним из рисков, связанных с введением цифрового рубля, является риск «бегства в качество» в случае формирования у экономических агентов опасений относительно устойчивости банковского сектора – например, на фоне внешнеэкономических факторов, которые могут негативно влиять на российскую экономику и финансовый сектор. Наблюдавшиеся подобные эпизоды в истории приводили к росту спроса населения на наличные деньги, золото или другие надежные активы. Поскольку конвертация средств из безналичных денег в цифровые рубли связана с низкими транзакционными издержками, реализация таких рисков может способствовать резкому росту спроса на цифровой рубль. Однако вероятность подобного события представляется крайне маленькой: банковский сектор пользуется доверием населения, а сохранность депозитов населения гарантируется системой страхования вкладов. В то же время у Банка России есть широкая линейка инструментов (в рамках как стандартных механизмов рефинансирования, так и поддержки отдельных кредитных организаций, испытывающих временные трудности), которая позволит успешно предоставить банкам необходимую ликвидность в случае шоков. Также в арсенале Банка России есть регуляторные инструменты, макропруденциальные инструменты и другие механизмы, которые позволят ему оказать поддержку банкам в сложных ситуациях.

При этом введение цифрового рубля может дополнительно способствовать обеспечению финансовой стабильности. Введение цифрового рубля ограничит риски валютизации экономики в условиях, когда на фоне цифровизации финансового сектора во всем мире развивается конкуренция со стороны цифровых валют других стран. Кроме того, создание дополнительной платежной инфраструктуры для цифрового рубля будет способствовать устойчивости, надежности и бесперебойности работы платежной системы и денежных расчетов в стране, что также является важным условием финансовой стабильности в целом.

ПРИЛОЖЕНИЕ 7. 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 на прогнозном горизонте будет способствовать динамика объема наличных денег в обращении. Прогноз Банка России учитывает предположение о постепенном возврате в банки части наличных денег, спрос на которые повысился в 2020 году в период пандемии. Оценка увеличения их объема в обращении в 2021 году в различных сценариях составляет 0,1–0,2 трлн руб., что в реальном выражении ниже значений прошлых лет. В 2022–2023 годах в базовом сценарии и сце-

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

Табл. П-7-1

	2021 (факт)	Базовый			
		2022	2023	2024	2025
1. Денежная база (узкое определение)	13,8	13,7	13,5	13,3	13,7
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	13,4	13,5	13,2	13,0	13,3
1.2. Обязательные резервы**	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4
2. Чистые международные резервы	43,2	46,1	49,5	51,6	52,9
– в млрд долл. США***	585	624	670	699	716
3. Чистые внутренние активы	-29,4	-32,3	-36,0	-38,3	-39,3
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-11,8	-12,8	-16,3	-18,4	-19,7
3.2. Чистый кредит банкам	-2,4	-4,3	-4,6	-4,8	-4,5
3.2.1. Валовой кредит банкам	1,9	0,5	0,5	0,5	0,5
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-2,5	-3,5	-3,9	-4,3	-4,6
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-1,8	-1,3	-1,2	-1,1	-0,4
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-15,2	-15,2	-15,1	-15,1	-15,1

* Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2020 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 долларов США за рубли.

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

***** Включают операции с использованием денежных средств государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

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

Табл. П-7-2

	2021 (факт)	Глобальная инфляция				Финансовый кризис				Усиление пандемии			
		2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
1. Денежная база (узкое определение)	13,8	13,7	13,5	13,3	13,8	13,7	13,5	13,5	13,6	13,8	14,2	14,0	13,9
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	13,4	13,5	13,2	13,0	13,4	13,5	13,2	13,2	13,2	13,6	13,9	13,7	13,5
1.2. Обязательные резервы**	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4
2. Чистые международные резервы	43,2	46,1	51,4	56,0	59,0	46,1	51,4	50,8	50,8	46,1	46,1	47,0	48,1
– в млрд долл. США***	585	624	695	757	798	624	696	688	688	624	625	637	651
3. Чистые внутренние активы	-29,4	-32,3	-37,9	-42,6	-45,2	-32,3	-37,9	-37,3	-37,2	-32,2	-31,9	-33,0	-34,3
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-11,8	-12,8	-18,1	-22,7	-25,7	-12,8	-18,2	-17,6	-17,5	-12,8	-12,9	-13,8	-14,9
3.2. Чистый кредит банкам	-2,4	-4,3	-4,6	-4,8	-4,4	-4,3	-4,6	-4,6	-4,6	-4,2	-3,9	-4,0	-4,2
3.2.1. Валовой кредит банкам	1,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-2,5	-3,5	-3,9	-4,4	-4,8	-3,5	-3,9	-4,2	-4,5	-3,5	-3,9	-4,3	-4,6
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-1,8	-1,3	-1,2	-1,0	-0,1	-1,3	-1,2	-0,9	-0,6	-1,2	-0,5	-0,3	-0,1
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-15,2	-15,2	-15,2	-15,1	-15,1	-15,2	-15,2	-15,1	-15,1	-15,2	-15,2	-15,2	-15,2

* Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2020 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 долларов США за рубли.

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

***** Включают операции с использованием денежных средств государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

нарии «Глобальная инфляция» ожидается, что объем наличных денег в обращении станет сокращаться, а к 2024 году динамика наличных денег постепенно приблизится к традиционной траектории, и их объем будет расти в соответствии с динамикой номинального ВВП. Сценарий «Финансовый кризис» предполагает возврат в банки наличных денег в 2022 году и околонулевое изменение их объема в 2023–2024 годах. Сценарий «Усиление пандемии», напротив, учитывает предпосылку о некотором росте спроса на наличные деньги в 2022 году и умеренное снижение их объема в обращении в 2023–2024 годах. При этом во всех сценариях значимое сдерживающее влияние на динамику данного показателя на прогнозном горизонте, как и ранее, будет оказывать расширение практики использования безналичных расчетов.

Изменение величины обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, учитывает повышение коэффициента усреднения обязательных резервов для банков с базовой лицензией и банков с универсальной лицензией с 0,8 до 0,9. Это приведет к снижению в 2021 году остатков средств на указанных счетах в Банке России. При этом снижение обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, также хранящихся на специальных счетах, отражено в графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы». Последующий небольшой рост данного показателя в рассматриваемом периоде обусловлен общим увеличением денежной массы в национальном определении.

Графа 2 «Чистые международные резервы»

На показатели денежной программы существенное влияние оказывает реализация бюджетной политики. Изменению по графе 2 «Чистые международные резервы» будут способствовать в основном операции Минфина России в рамках реализации бюджетного правила. С учетом различных предпосылок относительно цен на нефть в сценариях Банка России к концу 2024 года размер чистых международных резервов может составить 48–59 трлн рублей. Расчет денежной программы не предполагает инвестирования средств ФНБ и проведения операций, не относящихся к реализации бюджетного правила. По мере получения информации о бюджетных расходах указанные предпосылки могут быть уточнены.

Графа 3 «Чистые внутренние активы»

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству»

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает операции с иностранной валютой в рамках бюджетного правила, перечисление части доходов Банка России от реализации в 2020 году пакета акций ПАО Сбербанк и использование этих средств для финансирования расходов в 2021 году. Кроме того, ожидается, что Федеральное казначейство снизит уровень остатков бюджетных средств на Едином казначейском счете в Банке России. В результате больший, чем в предыдущие годы, объем временно свободных средств бюджетной системы будет размещен в банках. По оценкам, дополнительно по итогам года в банках может быть размещено 1,4–1,7 трлн рублей.

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. При расчете денежной программы на 2021 год используется допущение о плановом погашении требований по специализированным кредитам для поддержки малого и среднего бизнеса.

В январе-июле 2021 года среднее значение остатков средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России составило 3,1 трлн рублей. Прогноз значения графы 3.2.2 «Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России», как и ранее, предполагает равномерную траекторию выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями. В целях повышения возможностей для кредитных организаций по управлению своей ликвидностью в 2021 году Банк России принял решение о повышении коэффициента усреднения обязательных резервов для банков с базовой лицензией и банков с универсальной лицензией с 0,8 до 0,9. Новый коэффициент будет применяться начиная с расчета размера обязательных резервов за октябрь, что приведет к росту остатков средств на корреспондентских счетах банков. Кроме того, в рассматриваемом периоде ожидается дальнейший рост показателя, пропорциональный увеличению денежной массы в национальном определении.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» в условиях профицита ликвидности является балансирующей в денежной программе. В резуль-

тате изменений других статей денежной программы объем депозитов и размещения купонных облигаций Банка России к концу 2024 года может составить 0,1–0,6 трлн рублей. При этом в сценарии «Усиление пандемии» возможен переход банковского сектора к структурному дефициту ликвидности. Реализация механизма бюджетного правила позволяет снизить чистое влияние бюджетных операций на общий уровень ликвидности в банковском секторе. Однако отток средств за счет роста объема наличных денег в обращении и увеличение остатков средств на корреспондентских счетах банков приводит к постепенному снижению профицита ликвидности.

Графа 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы»

Изменения по графе 3.3 на прогнозном периоде главным образом связаны с выплатой Банком России процентов по стандартным операциям абсорбирования. Их частично компенсирует возврат ранее предоставленных Банком России средств в рамках мер по финансовому оздоровлению отдельных банков и снижение обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах, из-за повышения коэффициента усреднения обязательных резервов.

ПРИЛОЖЕНИЕ 8. КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2022 ГОДУ

Дата	Событие
11 февраля 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
21 февраля 2022 года	Доклад о денежно-кредитной политике
18 марта 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
29 апреля 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
11 мая 2022 года	Доклад о денежно-кредитной политике
10 июня 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
22 июля 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
1 августа 2022 года	Доклад о денежно-кредитной политике
16 сентября 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
28 октября 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
8 ноября 2022 года	Доклад о денежно-кредитной политике
16 декабря 2022 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России

ПРИЛОЖЕНИЕ 9. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ И БАНКОВСКАЯ СТАТИСТИКА

ДИНАМИКА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН ПО ГРУППАМ ТОВАРОВ И УСЛУГ
(в % месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)

Табл. П-9-1

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары ¹	Прирост цен на плодово-овощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина	Прирост цен на платные услуги
2017 год								
Январь	0,62	0,36	0,85	0,34	5,32	0,47	0,43	0,51
Февраль	0,22	0,17	0,20	0,14	0,64	0,20	0,16	0,28
Март	0,13	0,15	0,14	0,12	0,31	0,22	0,18	0,00
Апрель	0,33	0,15	0,60	0,11	4,70	0,17	0,13	0,16
Май	0,37	0,12	0,59	-0,06	5,81	0,15	0,09	0,35
Июнь	0,61	0,11	1,02	0,05	8,34	0,11	0,01	0,68
Июль	0,07	0,13	-0,97	0,07	-8,28	0,08	-0,07	1,59
Август	-0,54	0,14	-1,80	0,00	-15,46	0,14	0,13	0,37
Сентябрь	-0,15	0,31	-0,71	-0,03	-6,88	0,25	0,25	0,12
Октябрь	0,20	0,14	0,38	0,13	2,74	0,30	0,31	-0,20
Ноябрь	0,22	0,15	0,20	0,00	2,16	0,32	0,31	0,12
Декабрь	0,42	0,17	0,60	0,16	4,66	0,31	0,20	0,32
2018 год								
Январь	0,31	0,20	0,50	0,10	3,95	0,30	0,29	0,08
Февраль	0,21	0,11	0,35	0,02	3,14	0,13	0,15	0,12
Март	0,29	0,11	0,53	0,07	4,24	0,16	0,18	0,12
Апрель	0,38	0,25	0,43	0,15	2,56	0,37	0,29	0,32
Май	0,38	0,22	-0,06	0,10	-1,34	0,88	0,28	0,35
Июнь	0,49	0,34	0,38	0,36	0,56	0,41	0,20	0,74
Июль	0,27	0,28	-0,33	0,29	-5,09	0,12	0,16	1,28
Август	0,01	0,34	-0,38	0,37	-6,38	0,22	0,29	0,27
Сентябрь	0,16	0,46	-0,08	0,70	-6,81	0,36	0,40	0,24
Октябрь	0,35	0,43	0,55	0,73	-1,11	0,45	0,46	-0,06
Ноябрь	0,50	0,42	0,99	0,73	3,41	0,39	0,41	0,00
Декабрь	0,84	0,47	1,70	0,92	8,93	0,24	0,29	0,42
2019 год								
Январь	1,01	0,63	1,27	0,67	6,31	0,64	0,63	1,13
Февраль	0,44	0,36	0,79	0,27	4,92	0,26	0,32	0,20
Март	0,32	0,31	0,53	0,32	2,14	0,25	0,30	0,13
Апрель	0,29	0,26	0,43	0,24	1,80	0,19	0,22	0,21
Май	0,34	0,29	0,41	0,20	1,97	0,21	0,20	0,39
Июнь	0,04	0,23	-0,48	0,08	-4,49	0,17	0,10	0,60
Июль	0,20	0,20	-0,30	0,18	-3,94	0,17	0,16	0,93
Август	-0,24	0,17	-0,91	0,25	-10,07	0,17	0,17	0,18
Сентябрь	-0,16	0,15	-0,44	0,22	-6,30	0,19	0,21	-0,23
Октябрь	0,13	0,16	0,18	0,15	0,44	0,31	0,33	-0,18
Ноябрь	0,28	0,22	0,45	0,21	2,73	0,23	0,26	0,11
Декабрь	0,36	0,14	0,65	0,30	3,84	0,14	0,16	0,24
2020 год								
Январь	0,40	0,17	0,69	0,11	5,73	0,23	0,23	0,24
Февраль	0,33	0,11	0,57	-0,01	5,31	0,04	0,03	0,37
Март	0,55	0,51	0,96	0,76	2,50	0,48	0,53	0,09
Апрель	0,83	0,50	1,72	0,92	7,89	0,44	0,52	0,12
Май	0,27	0,28	0,16	0,24	-0,37	0,25	0,28	0,46
Июнь	0,22	0,27	0,17	0,24	-0,34	0,34	0,28	0,12
Июль	0,35	0,26	-0,07	0,27	-2,48	0,29	0,21	0,99
Август	-0,04	0,32	-0,77	0,25	-8,30	0,41	0,43	0,37
Сентябрь	-0,07	0,30	-0,41	0,30	-6,22	0,56	0,63	-0,42
Октябрь	0,43	0,46	0,62	0,73	-0,37	0,68	0,75	-0,13
Ноябрь	0,71	0,50	1,34	0,81	5,97	0,58	0,65	0,05
Декабрь	0,83	0,46	1,53	0,70	8,46	0,40	0,43	0,42
2021 год								
Январь	0,67	0,50	1,01	0,52	4,77	0,53	0,47	0,38
Февраль	0,78	0,58	1,22	0,62	5,57	0,58	0,53	0,44
Март	0,66	0,83	0,82	1,18	-1,69	0,72	0,67	0,37
Апрель	0,58	0,58	0,75	0,72	1,02	0,66	0,68	0,22
Май	0,74	0,82	0,96	0,68	2,94	0,74	0,80	0,44
Июнь	0,69	0,75	0,64	0,40	2,35	0,68	0,69	0,76

¹ Без учета плодовоовощной продукции.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН ПО ГРУППАМ ТОВАРОВ И УСЛУГ
(в % месяц к предыдущему месяцу с исключением сезонности)

Табл. П-9-2

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары ¹	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина	Прирост цен на платные услуги
2017 год								
Январь	0,37	0,27	0,17	0,25	-0,49	0,50	0,47	0,49
Февраль	0,12	0,19	-0,16	0,13	-2,82	0,22	0,19	0,39
Март	0,10	0,10	-0,05	0,08	-1,14	0,19	0,15	0,21
Апрель	0,32	0,13	0,46	0,14	3,08	0,18	0,14	0,30
Май	0,38	0,18	0,60	0,16	3,90	0,19	0,14	0,32
Июнь	0,60	0,21	1,12	0,25	7,59	0,21	0,11	0,37
Июль	-0,07	0,22	-0,48	0,14	-4,05	0,19	0,18	0,21
Август	-0,12	0,18	-0,74	0,02	-5,26	0,14	0,14	0,45
Сентябрь	0,14	0,21	-0,08	-0,06	-0,40	0,14	0,13	0,46
Октябрь	0,24	0,13	0,27	0,02	2,58	0,17	0,17	0,28
Ноябрь	0,11	0,12	-0,20	-0,12	-0,78	0,25	0,23	0,38
Декабрь	0,18	0,16	-0,06	0,00	-0,37	0,34	0,23	0,31
2018 год								
Январь	0,12	0,13	-0,13	0,05	-1,67	0,33	0,32	0,19
Февраль	0,12	0,12	-0,02	0,03	-0,48	0,15	0,17	0,26
Март	0,26	0,08	0,34	0,03	2,74	0,14	0,15	0,30
Апрель	0,36	0,20	0,26	0,16	0,81	0,38	0,30	0,47
Май	0,39	0,30	-0,05	0,30	-2,95	0,92	0,32	0,30
Июнь	0,47	0,40	0,50	0,56	0,06	0,50	0,30	0,38
Июль	0,13	0,39	0,22	0,40	-0,73	0,22	0,27	-0,13
Август	0,48	0,36	0,81	0,41	4,71	0,22	0,28	0,34
Сентябрь	0,46	0,39	0,53	0,63	-0,29	0,26	0,28	0,62
Октябрь	0,39	0,40	0,41	0,59	-1,17	0,33	0,32	0,41
Ноябрь	0,39	0,40	0,56	0,60	0,39	0,32	0,34	0,26
Декабрь	0,57	0,48	0,99	0,75	3,56	0,27	0,32	0,37
2019 год								
Январь	0,81	0,54	0,63	0,63	0,63	0,67	0,66	1,22
Февраль	0,34	0,40	0,40	0,28	1,14	0,28	0,34	0,34
Март	0,29	0,24	0,35	0,28	0,77	0,23	0,27	0,29
Апрель	0,27	0,23	0,23	0,24	-0,07	0,20	0,23	0,37
Май	0,34	0,33	0,43	0,41	0,40	0,25	0,24	0,32
Июнь	0,04	0,32	-0,33	0,29	-4,80	0,25	0,19	0,31
Июль	0,05	0,29	0,26	0,29	0,42	0,26	0,26	-0,50
Август	0,21	0,20	0,25	0,29	0,48	0,17	0,17	0,24
Сентябрь	0,16	0,09	0,20	0,15	0,29	0,10	0,11	0,18
Октябрь	0,17	0,14	0,06	0,01	0,42	0,20	0,21	0,29
Ноябрь	0,17	0,19	0,00	0,07	-0,32	0,17	0,19	0,40
Декабрь	0,09	0,15	-0,05	0,13	-1,32	0,17	0,19	0,17
2020 год								
Январь	0,22	0,09	0,08	0,08	0,16	0,26	0,26	0,37
Февраль	0,23	0,16	0,18	0,00	1,45	0,06	0,05	0,50
Март	0,51	0,43	0,79	0,72	1,23	0,46	0,51	0,21
Апрель	0,80	0,45	1,50	0,91	5,80	0,45	0,53	0,29
Май	0,27	0,33	0,19	0,45	-1,85	0,28	0,32	0,37
Июнь	0,23	0,33	0,32	0,44	-0,63	0,41	0,37	-0,15
Июль	0,18	0,36	0,48	0,38	1,88	0,37	0,30	-0,47
Август	0,40	0,33	0,37	0,28	2,41	0,40	0,42	0,43
Сентябрь	0,26	0,27	0,23	0,24	0,40	0,47	0,53	0,03
Октябрь	0,48	0,42	0,50	0,59	-0,34	0,58	0,64	0,35
Ноябрь	0,61	0,49	0,88	0,67	2,76	0,53	0,59	0,35
Декабрь	0,55	0,46	0,81	0,53	3,00	0,44	0,48	0,33
2021 год								
Январь	0,46	0,45	0,35	0,49	-0,70	0,55	0,50	0,51
Февраль	0,65	0,61	0,79	0,64	1,67	0,59	0,55	0,56
Март	0,61	0,76	0,65	1,13	-2,78	0,69	0,64	0,46
Апрель	0,53	0,53	0,52	0,72	-0,90	0,67	0,69	0,35
Май	0,76	0,86	0,97	0,89	1,40	0,77	0,83	0,46
Июнь	0,71	0,82	0,79	0,61	2,00	0,75	0,78	0,53

¹ Без учета плодоовощной продукции.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Табл. П-9-3

(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года, если не указано иное)

	ВВП ¹	ИБВЭД ²	Промыш- ленное производ- ство	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузообо- рот транс- порта	Оборот розничной торговли	Оборот оп- товой тор- говли	Реальные рас- полагаемые де- нежные доходы населения ¹	Реальная за- работная плата	Уровень без- работицы (в % к рабочей силе, SA) ³
2017 год											
Январь		6,1	6,6	1,3	7,8	8,2	-2,0	2,8		1,0	5,4
Февраль		0,4	1,6	0,9	-4,5	3,8	-2,8	-5,1		0,8	5,4
Март	1,3	3,4	3,6	1,9	2,2	6,5	0,0	2,0	0,1	3,1	5,2
Апрель		3,8	4,3	1,5	0,8	7,0	0,3	1,2		3,8	5,2
Май		6,2	6,3	1,0	3,7	9,7	1,1	6,1		2,7	5,3
Июнь	2,3	5,6	5,5	-0,6	2,1	9,1	1,4	8,7	-0,7	3,8	5,2
Июль		4,0	4,6	-2,0	-1,5	6,1	2,6	6,3		3,0	5,2
Август		5,2	5,1	5,9	4,0	7,8	0,4	5,0		2,3	5,2
Сентябрь	2,6	5,5	4,0	9,3	5,2	3,0	3,1	4,2	-1,0	4,3	5,2
Октябрь		2,5	2,3	-1,8	-4,4	4,8	3,4	8,4		5,4	5,0
Ноябрь		1,2	1,1	1,9	-8,6	1,5	3,1	7,1		5,8	5,0
Декабрь	1,0	0,0	0,3	3,9	-9,0	0,3	3,3	5,2	-0,2	6,2	5,0
2018 год											
Январь		4,4	2,7	2,6	15,2	1,3	3,0	4,4		11,0	5,0
Февраль		4,3	3,2	2,7	10,8	2,2	2,1	5,0		10,5	4,8
Март	2,6	2,9	2,7	2,8	-2,5	4,4	3,0	4,9	1,3	8,7	4,9
Апрель		4,8	3,2	2,6	10,2	4,9	3,2	8,3		7,6	4,8
Май		4,8	3,5	2,5	8,5	3,0	2,9	8,7		7,6	4,8
Июнь	2,7	2,4	2,1	1,3	3,9	2,0	3,4	3,2	0,5	7,2	4,8
Июль		4,0	3,5	2,1	9,3	4,1	2,8	3,5		7,5	4,8
Август		1,9	2,8	-10,3	3,5	2,4	3,0	4,7		6,8	4,7
Сентябрь	2,6	1,3	2,3	-4,2	3,9	1,7	2,3	3,8	0,3	4,9	4,6
Октябрь		4,6	5,3	12,2	5,5	1,4	2,2	1,5		5,2	4,7
Ноябрь		2,3	4,4	-5,5	3,2	2,2	3,3	-1,6		4,2	4,7
Декабрь	3,2	5,5	6,4	0,5	9,2	3,1	2,7	1,2	-0,6	2,9	4,8
2019 год											
Январь		0,3	2,7	0,9	-8,9	2,4	2,2	-8,1		1,1	4,7
Февраль		1,8	4,2	1,2	0,1	1,9	2,3	-5,8		0,0	4,7
Март	1,3	0,5	2,7	1,7	3,4	2,5	2,4	-5,7	-2,1	2,3	4,6
Апрель		2,6	5,2	1,6	2,2	2,6	2,0	-1,6		3,1	4,7
Май		-0,8	1,0	1,2	2,9	1,1	1,9	-6,1		1,6	4,6
Июнь	1,2	1,3	3,2	1,3	3,1	0,6	1,8	-1,8	0,7	2,9	4,5
Июль		2,9	4,3	6,4	3,6	-0,8	1,5	6,1		3,0	4,5
Август		2,4	3,9	3,6	2,7	-0,2	1,1	3,5		2,4	4,4
Сентябрь	2,6	4,0	5,0	5,8	5,3	0,6	0,9	6,1	2,5	3,1	4,6
Октябрь		4,0	4,4	5,4	6,7	0,3	1,9	10,1		3,8	4,6
Ноябрь		1,7	1,5	6,0	-1,4	-1,2	2,6	8,6		2,7	4,5
Декабрь	2,9	2,1	2,6	5,8	0,2	-1,3	1,8	6,7	2,5	6,9	4,5
2020 год											
Январь		1,8	1,2	2,9	2,8	-3,9	2,8	7,4		6,5	4,5
Февраль		4,7	4,6	3,1	3,5	-0,5	4,9	7,2		5,7	4,5
Март	1,4	2,3	2,2	3,0	2,4	-6,8	6,9	6,6	1,9	5,9	4,6
Апрель		-8,9	-4,7	3,1	-5,7	-6,0	-22,0	-13,2		-2,0	5,7
Май		-9,2	-8,0	3,2	-4,2	-9,2	-17,5	-10,7		1,0	6,2
Июнь	-7,8	-6,5	-7,3	3,0	-2,1	-9,5	-6,1	0,2	-7,1	0,6	6,3
Июль		-4,2	-6,1	4,2	-0,4	-7,9	-0,5	1,2		2,9	6,4
Август		-2,9	-4,5	4,2	0,3	-4,6	-0,7	-0,8		0,1	6,6
Сентябрь	-3,5	-1,8	-4,0	2,3	3,1	-3,4	-1,2	1,3	-4,7	2,2	6,5
Октябрь		-4,5	-5,7	-4,5	0,7	-3,6	-0,4	-2,5		0,5	6,2
Ноябрь		-1,2	-1,5	-1,7	0,6	-1,7	-2,4	-0,1		0,2	6,0
Декабрь	-1,8	2,4	2,1	0,5	0,9	-1,3	-2,2	5,2	-1,2	4,6	5,8
2021 год											
Январь		-1,2	-1,9	0,7	0,1	-2,1	0,5	2,4		0,1	5,6
Февраль	-0,7	-1,7	-3,2	0,6	0,0	-0,5	-1,2	3,8		2	5,5
Март		3,5	2,3	0,1	0,4	4,1	-3,2	8,1	-3,7	1,8	5,4
Апрель		13,8	7,6	-0,1	6,9	6,4	35,1	28,3		7,8	5,2
Май		14,6	12,3	0,1	7,7	10,9	27,2	20,1		3,3	5,0
Июнь	10,3	12,0	10,4	0,1	15,7	12,8	10,9	12,0	6,8		4,9

¹ Квартальные данные.² Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.³ Оценка Банка России.

Источник: Росстат.

РУБЛЕВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ОСНОВНЫМ ДЕПОЗИТНЫМ И КРЕДИТНЫМ ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ
И ДОХОДНОСТИ ОСНОВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ
(% годовых)

Табл. П-9-4

	Кредиты нефинансовым организациям		Кредиты физическим лицам		Вклады (депозиты) физических лиц		Доходность государственных облигаций		
	По всем срокам до 1 года	По всем срокам свыше 1 года	По всем срокам до 1 года	По всем срокам свыше 1 года	По всем срокам до 1 года ¹	По всем срокам свыше 1 года	1-летние	5-летние	10-летние
2017 год									
Январь	11,61	12,46	22,40	16,23	6,77	7,84	8,42	8,01	8,24
Февраль	11,48	11,67	21,06	16,00	6,54	7,30	8,83	8,12	8,23
Март	11,41	11,45	20,37	15,66	6,08	7,16	8,99	8,08	8,12
Апрель	11,02	11,31	20,57	15,42	6,52	7,13	8,64	7,92	7,92
Май	10,72	10,99	20,07	15,32	6,28	6,98	8,32	7,74	7,63
Июнь	10,68	10,36	19,89	15,08	5,88	6,73	8,04	7,82	7,77
Июль	10,44	9,98	20,26	14,94	6,28	6,87	8,07	7,94	7,87
Август	10,41	10,42	20,07	14,50	6,28	6,89	7,88	7,82	7,81
Сентябрь	10,03	10,20	20,02	14,01	5,44	6,78	7,65	7,56	7,63
Октябрь	9,82	9,82	18,52	13,66	5,86	6,28	7,50	7,46	7,62
Ноябрь	9,67	9,74	19,00	13,38	5,28	6,94	7,38	7,51	7,68
Декабрь	9,43	9,41	18,99	12,92	5,38	6,39	6,98	7,27	7,64
2018 год									
Январь	9,14	8,61	18,99	13,52	5,72	6,66	6,66	7,03	7,51
Февраль	8,81	9,23	18,29	13,42	5,57	6,37	6,49	6,79	7,20
Март	8,77	9,22	17,41	13,39	5,59	6,21	6,19	6,67	7,18
Апрель	8,66	8,51	16,14	13,25	5,39	5,84	6,55	6,96	7,38
Май	8,75	8,61	17,79	13,20	5,46	5,98	6,57	7,04	7,49
Июнь	8,82	8,45	17,72	13,00	5,20	5,69	6,80	7,35	7,71
Июль	8,75	8,61	17,12	12,94	5,13	5,73	6,90	7,47	7,80
Август	8,72	9,05	17,74	12,87	5,04	5,70	7,40	8,23	8,48
Сентябрь	9,00	9,24	17,50	12,50	5,21	6,02	7,56	8,60	8,91
Октябрь	8,84	9,16	17,99	12,50	5,66	6,56	7,55	8,50	8,75
Ноябрь	8,94	9,45	17,82	12,38	5,98	6,75	7,71	8,59	8,86
Декабрь	9,20	9,17	17,87	12,50	5,64	6,83	7,78	8,56	8,82
2019 год									
Январь	9,25	9,56	15,95	13,10	6,10	6,91	7,59	8,21	8,47
Февраль	9,29	9,74	15,54	13,08	6,24	7,02	7,69	8,07	8,36
Март	9,32	9,85	14,91	13,29	6,12	7,07	7,40	8,06	8,38
Апрель	9,25	9,63	15,06	13,37	5,82	6,92	7,61	7,99	8,33
Май	9,22	9,66	15,41	13,63	5,73	6,85	7,31	7,84	8,16
Июнь	9,11	9,35	15,25	13,35	5,79	6,75	7,21	7,46	7,67
Июль	8,82	9,51	14,93	13,34	5,41	6,69	6,95	7,21	7,42
Август	8,61	8,97	14,60	13,05	5,27	6,49	6,82	7,10	7,37
Сентябрь	8,29	9,01	14,23	12,83	5,11	6,28	6,62	6,80	7,15
Октябрь	8,17	9,30	13,74	12,67	4,99	6,16	6,25	6,46	6,79
Ноябрь	7,88	9,03	15,13	12,39	4,58	5,84	5,81	6,20	6,56
Декабрь	7,83	8,26	14,83	12,05	4,74	5,56	5,58	6,16	6,53
2020 год									
Январь	7,47	8,43	15,00	12,38	4,56	5,48	5,39	5,95	6,33
Февраль	7,47	8,03	14,60	12,09	4,32	5,18	5,31	5,81	6,21
Март	7,84	8,20	14,19	11,84	4,32	4,89	6,21	6,94	7,30
Апрель	7,71	9,01	14,81	11,77	4,83	5,00	5,54	6,19	6,56
Май	7,28	8,26	14,39	11,59	4,11	4,90	4,79	5,20	5,83
Июнь	6,89	7,13	13,95	11,39	4,00	4,74	4,30	5,13	5,79
Июль	6,27	7,42	13,63	10,85	3,51	4,31	4,21	5,17	5,99
Август	6,02	6,97	13,47	10,72	3,24	4,07	4,22	5,32	6,19
Сентябрь	6,15	6,81	13,72	10,36	3,32	4,10	4,23	5,53	6,39
Октябрь	6,02	7,04	13,82	10,07	3,30	4,13	4,31	5,42	6,26
Ноябрь	5,94	6,58	13,77	10,29	3,25	4,15	4,35	5,33	6,17
Декабрь	6,25	6,78	13,41	10,05	3,42	4,17	4,35	5,39	6,19
2021 год									
Январь	6,10	6,98	13,51	10,63	3,42	4,18	4,29	5,63	6,44
Февраль	6,01	7,23	13,55	10,21	3,21	4,26	4,56	6,00	6,79
Март	6,03	6,98	13,08	10,17	3,25	4,20	5,00	6,58	7,10
Апрель	6,11	7,08	13,65	10,10	3,36	4,49	5,27	6,80	7,27
Май	6,49	7,21	13,73	10,45	3,33	4,48	5,59	6,69	7,23
Июнь	6,65	7,64	13,42	10,19	3,43	4,76	6,15	6,93	7,24

¹ Кроме «до востребования».
Источник: Банк России.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ¹

Табл. П-9-5

(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)

	Денежная масса (М2)	Широкая денежная масса ²	Депозиты небанковского сектора ³ в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора ³ в иностранной валюте ⁴		Чистые иностранные активы банковской системы ⁴	Требования банковской системы к экономике ²	Требования банковской системы к физическим лицам ²	Требования банковской системы к организациям ²
			Физических лиц	Организаций	Физических лиц	Организаций				
2017 год										
01.01.2017	9,2	4,0	14,2	4,0	0,4	-13,7	0,1	3,5	1,4	4,0
01.02.2017	11,9	7,1	16,3	8,9	3,2	-6,4	2,4	4,4	1,6	5,1
01.03.2017	12,1	7,1	16,2	10,1	5,0	-8,0	4,7	4,8	1,9	5,6
01.04.2017	11,1	6,0	15,7	7,6	3,4	-11,4	3,7	5,1	3,1	5,7
01.05.2017	10,1	5,5	14,0	6,9	3,8	-11,3	1,6	5,3	4,1	5,6
01.06.2017	10,0	6,1	13,5	7,0	3,6	-7,2	5,7	5,6	4,8	5,8
01.07.2017	10,5	6,5	14,1	7,1	2,6	-7,1	6,1	5,8	5,9	5,8
01.08.2017	9,0	6,5	13,3	3,6	1,0	1,7	8,4	6,1	6,4	6,0
01.09.2017	9,0	6,5	12,7	3,9	0,2	1,6	6,6	6,9	7,7	6,6
01.10.2017	9,5	6,8	13,0	4,5	-1,6	2,2	7,0	7,8	8,6	7,5
01.11.2017	10,0	7,5	12,7	6,1	-2,7	4,7	6,8	8,8	9,7	8,5
01.12.2017	10,1	8,2	12,5	6,3	-1,9	8,5	9,2	9,7	11,0	9,3
2018 год										
01.01.2018	10,5	8,6	12,6	7,9	-2,2	9,2	13,8	9,1	12,1	8,3
01.02.2018	9,4	7,4	11,3	7,4	-1,3	5,1	13,4	8,6	13,9	7,1
01.03.2018	9,3	6,6	11,8	5,6	-2,0	0,0	11,9	8,8	14,7	7,1
01.04.2018	9,9	7,6	12,6	5,3	-2,7	4,1	12,7	9,1	15,8	7,1
01.05.2018	11,5	8,5	14,0	7,5	-7,6	5,4	11,7	9,2	16,3	7,1
01.06.2018	10,3	7,7	13,2	4,7	-8,1	6,4	8,1	9,1	17,6	6,7
01.07.2018	11,4	8,3	12,8	8,4	-8,0	5,5	7,9	9,1	18,4	6,3
01.08.2018	11,8	8,1	13,3	8,8	-6,4	1,2	6,9	9,5	19,3	6,6
01.09.2018	12,6	8,2	13,0	11,3	-7,4	-1,6	7,1	9,0	19,9	5,9
01.10.2018	11,8	8,2	12,0	10,8	-7,4	2,3	8,1	9,0	20,8	5,5
01.11.2018	11,5	7,9	12,7	9,1	-7,1	2,6	9,0	9,0	21,4	5,3
01.12.2018	11,9	7,9	11,3	13,3	-5,7	-0,7	10,5	8,0	22,1	3,8
2019 год										
01.01.2019	11,0	7,9	10,9	11,5	-4,7	1,9	11,2	8,7	21,8	4,8
01.02.2019	9,9	6,5	10,1	9,6	-3,0	-2,3	9,0	10,7	23,9	6,6
01.03.2019	9,9	7,9	9,7	11,0	-0,6	6,2	11,2	10,7	24,1	6,6
01.04.2019	8,9	7,0	9,0	10,4	2,3	3,8	11,1	10,7	23,5	6,8
01.05.2019	7,7	6,6	9,6	6,7	6,7	4,7	11,4	10,5	23,9	6,3
01.06.2019	8,0	6,7	9,4	8,7	8,8	2,3	15,1	10,5	23,6	6,4
01.07.2019	7,3	6,4	8,9	7,7	10,4	2,5	20,1	10,8	23,1	6,9
01.08.2019	7,8	7,0	8,4	10,8	10,2	3,4	17,5	10,0	22,2	6,1
01.09.2019	7,2	7,3	9,4	7,0	10,6	8,3	18,6	10,0	21,7	6,2
01.10.2019	9,1	8,0	10,4	11,1	12,3	1,2	18,7	10,2	21,1	6,6
01.11.2019	8,7	7,9	9,6	10,9	12,6	2,1	20,6	9,4	20,1	5,9
01.12.2019	9,6	8,3	10,7	11,0	10,5	1,0	17,8	10,2	19,0	7,3
2020 год										
01.01.2020	9,7	7,6	10,4	12,4	10,6	-4,3	15,4	10,1	19,0	7,1
01.02.2020	10,7	8,0	11,0	13,6	6,9	-5,2	14,2	7,5	16,4	4,4
01.03.2020	11,0	7,9	10,8	13,9	3,0	-5,4	11,9	7,9	16,6	4,9
01.04.2020	13,4	9,1	10,2	18,0	-4,0	-4,8	10,8	9,1	16,8	6,3
01.05.2020	14,0	9,6	8,9	18,9	-5,7	-3,9	11,9	8,6	14,0	6,7
01.06.2020	13,6	9,3	8,6	15,5	-5,3	-3,3	10,2	8,2	12,6	6,7
01.07.2020	14,9	10,4	9,6	16,9	-6,3	-3,5	4,4	8,8	12,0	7,6
01.08.2020	15,5	11,1	10,1	16,4	-6,7	-1,2	10,3	9,0	12,4	7,7
01.09.2020	16,2	11,7	9,1	20,6	-6,4	-0,3	9,3	9,3	12,6	8,1
01.10.2020	16,1	11,8	8,9	19,9	-8,5	1,9	6,2	9,3	12,9	8,0
01.11.2020	16,2	11,8	7,6	21,5	-8,6	1,2	4,2	9,8	14,0	8,2
01.12.2020	14,1	11,6	6,2	17,2	-6,5	9,7	5,8	10,2	13,3	9,0
2021 год										
01.01.2021	13,5	12,6	7,0	14,1	-4,6	19,3	6,7	10,9	12,9	10,2
01.02.2021	13,8	12,7	5,7	16,0	-4,6	18,1	4,6	11,5	13,0	10,9
01.03.2021	13,4	12,6	4,7	17,0	-2,7	19,1	2,9	11,7	13,2	11,1
01.04.2021	11,3	11,0	4,8	14,1	1,5	16,6	1,3	10,2	13,5	8,9
01.05.2021	11,8	11,7	6,7	15,6	3,5	16,8	2,6	11,6	16,4	9,9
01.06.2021	11,5	11,6	5,2	19,7	3,1	17,6	4,1	13,2	18,6	11,2
01.07.2021	9,5	9,9	3,3	18,1	3,7	17,0	1,7	13,1	20,4	10,3

¹ Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» (<http://www.cbr.ru/statistics/bbs/statisticheskij-byulleten-banka-rossii/>) и раздел «Статистика» (http://www.cbr.ru/statistics/macro_item/dkfs/) официального сайта Банка России).

² Исключая валютную переоценку.

³ Физические лица – резиденты, нефинансовые и финансовые (кроме банковских) организации – резиденты.

⁴ Рассчитано по данным в млрд долларов США.

Источник: Банк России.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ¹

Табл. П-9-6

(млрд руб., если не указано иное)

	Денежная масса (М2)	Широкая денежная масса	Депозиты небанковского сектора ² в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора ² в иностранной валюте, млрд долл. США		Чистые иностранные активы банковской системы, млрд долл. США	Требования банковской системы к экономике	Требования банковской системы к физическим лицам	Требования банковской системы к организациям
			Физических лиц	Организаций	Физических лиц	Организаций				
2017 год										
01.01.2017	38 418	50 895	18 328	12 375	91,0	106,7	451,4	52 644	11 756	40 888
01.02.2017	38 017	51 216	18 195	12 278	91,2	120,1	475,7	52 949	11 716	41 233
01.03.2017	38 462	51 124	18 461	12 414	91,4	118,9	481,8	52 736	11 727	41 009
01.04.2017	38 555	50 668	18 529	12 415	90,8	115,4	485,2	52 868	11 836	41 032
01.05.2017	38 664	50 860	18 673	12 215	92,3	113,4	489,6	53 448	11 961	41 488
01.06.2017	39 223	51 417	18 800	12 610	91,4	116,1	500,0	53 585	12 037	41 548
01.07.2017	39 623	52 127	19 192	12 484	91,5	112,3	504,4	54 183	12 177	42 006
01.08.2017	39 276	51 937	19 193	12 048	90,6	114,6	506,2	54 640	12 312	42 329
01.09.2017	39 419	51 860	19 244	12 109	90,4	113,9	505,4	55 130	12 516	42 615
01.10.2017	39 571	51 853	19 317	12 165	89,8	114,2	506,7	55 525	12 658	42 867
01.11.2017	39 667	51 836	19 384	12 212	89,1	113,5	501,6	56 278	12 802	43 476
01.12.2017	40 114	52 586	19 612	12 428	88,7	117,6	505,9	56 917	13 011	43 906
2018 год										
01.01.2018	42 442	54 667	20 643	13 353	89,0	116,5	513,6	56 984	13 169	43 815
01.02.2018	41 597	54 171	20 252	13 182	90,0	126,3	539,4	56 907	13 330	43 578
01.03.2018	42 045	54 047	20 636	13 109	89,5	118,8	539,2	57 042	13 440	43 603
01.04.2018	42 377	54 727	20 857	13 077	88,3	120,1	546,7	57 803	13 708	44 095
01.05.2018	43 122	56 221	21 279	13 131	85,3	119,5	546,9	59 125	13 921	45 204
01.06.2018	43 257	56 646	21 288	13 198	84,0	123,5	540,5	59 403	14 173	45 230
01.07.2018	44 127	57 208	21 651	13 530	84,1	118,5	544,3	59 631	14 432	45 200
01.08.2018	43 910	56 823	21 751	13 106	84,8	115,9	541,3	60 303	14 693	45 609
01.09.2018	44 369	57 978	21 745	13 474	83,7	112,2	541,0	61 460	15 029	46 431
01.10.2018	44 255	57 613	21 642	13 474	83,2	116,8	547,7	61 582	15 314	46 268
01.11.2018	44 218	57 520	21 850	13 320	82,7	116,5	546,7	62 439	15 562	46 877
01.12.2018	44 892	58 430	21 835	14 076	83,7	116,9	559,0	62 628	15 905	46 723
2019 год										
01.01.2019	47 109	61 402	22 886	14 884	84,8	118,7	571,4	63 551	16 065	47 485
01.02.2019	45 721	59 779	22 290	14 441	87,3	123,4	588,0	64 307	16 537	47 770
01.03.2019	46 213	60 469	22 638	14 544	89,0	126,2	599,7	64 500	16 699	47 801
01.04.2019	46 141	60 147	22 726	14 435	90,4	124,7	607,5	65 022	16 943	48 078
01.05.2019	46 436	60 481	23 311	14 011	91,0	125,1	609,4	65 662	17 259	48 403
01.06.2019	46 735	60 959	23 284	14 341	91,4	126,3	622,4	65 967	17 523	48 444
01.07.2019	47 349	60 927	23 585	14 572	92,9	121,5	653,8	66 121	17 769	48 352
01.08.2019	47 351	60 924	23 573	14 523	93,4	119,9	636,1	66 424	17 962	48 463
01.09.2019	47 584	61 867	23 799	14 418	92,6	121,4	641,7	67 414	18 285	49 130
01.10.2019	48 267	61 955	23 889	14 966	93,4	118,3	650,1	67 689	18 538	49 151
01.11.2019	48 082	61 679	23 951	14 777	93,2	118,9	659,3	68 085	18 689	49 396
01.12.2019	49 195	62 732	24 182	15 619	92,4	118,1	658,3	68 724	18 923	49 801
2020 год										
01.01.2020	51 660	64 536	25 268	16 734	93,8	113,6	659,2	69 012	19 100	49 912
01.02.2020	50 623	63 918	24 734	16 400	93,4	117,0	671,2	68 764	19 247	49 517
01.03.2020	51 314	65 484	25 085	16 559	91,6	119,4	670,9	69 761	19 471	50 291
01.04.2020	52 327	68 323	25 047	17 039	86,8	118,6	673,1	72 522	19 811	52 711
01.05.2020	52 952	68 158	25 382	16 658	85,8	120,2	681,9	72 431	19 691	52 740
01.06.2020	53 068	67 856	25 292	16 566	86,5	122,1	685,7	72 095	19 740	52 356
01.07.2020	54 393	68 710	25 839	17 038	87,0	117,3	682,4	72 770	19 910	52 860
01.08.2020	54 687	69 795	25 960	16 910	87,1	118,5	701,4	73 624	20 217	53 407
01.09.2020	55 294	70 823	25 959	17 384	86,7	121,0	701,6	74 687	20 603	54 084
01.10.2020	56 024	72 458	26 012	17 939	85,5	120,5	690,2	75 864	20 957	54 907
01.11.2020	55 872	72 193	25 765	17 949	85,1	120,4	686,7	76 643	21 344	55 300
01.12.2020	56 123	72 528	25 688	18 300	86,5	129,5	696,2	77 169	21 465	55 704
2021 год										
01.01.2021	58 652	75 285	27 034	19 094	89,5	135,4	703,4	78 058	21 589	56 469
01.02.2021	57 598	74 938	26 152	19 017	89,1	138,1	702,4	78 294	21 775	56 519
01.03.2021	58 178	75 407	26 269	19 371	89,1	142,2	690,3	78 818	22 053	56 765
01.04.2021	58 262	75 406	26 248	19 444	88,1	138,3	681,9	79 641	22 488	57 153
01.05.2021	59 206	76 266	27 084	19 263	88,8	140,4	699,9	80 953	22 929	58 024
01.06.2021	59 194	76 333	26 612	19 829	89,1	143,7	713,9	81 972	23 413	58 559
01.07.2021	59 584	76 053	26 682	20 115	90,2	137,2	694,1	82 561	23 969	58 592

¹ Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» (<http://www.cbr.ru/statistics/bbs/statisticheskij-byulleten-banka-rossii/>)) и раздел «Статистика» (http://www.cbr.ru/statistics/macro_jtm/dkfs/) официального сайта Банка России).

² Физические лица – резиденты, нефинансовые и финансовые (кроме банковских) организации – резиденты.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

Табл. П-9-7

	Счет текущих операций	Торговый баланс	Экспорт товаров	Импорт товаров	Баланс услуг	Экспорт услуг	Импорт услуг	Баланс неторговых компонент	Счет текущих операций	Экспорт товаров и услуг	Импорт товаров и услуг
	Млрд долл. США								% к ВВП		
2016 год											
I квартал	12,5	22,4	60,5	38,1	-4,9	10,4	15,3	-5,0			
II квартал	1,8	22,3	67,8	45,5	-6,0	12,6	18,6	-14,5			
III квартал	0,1	18,4	70,9	52,6	-7,2	13,9	21,0	-11,1			
IV квартал	10,0	27,1	82,5	55,4	-5,9	13,7	19,7	-11,2			
Год	24,5	90,2	281,7	191,5	-24,0	50,6	74,6	-41,8	1,9	26,0	20,8
2017 год											
I квартал	21,1	34,5	82,6	48,1	-5,3	12,3	17,5	-8,1			
II квартал	1,5	25,1	83,8	58,7	-7,7	14,7	22,4	-15,8			
III квартал	-3,4	20,6	84,4	63,8	-9,9	15,2	25,1	-14,0			
IV квартал	12,9	34,4	102,1	67,7	-8,5	15,3	23,8	-13,1			
Год	32,2	114,6	352,9	238,4	-31,3	57,5	88,9	-51,1	2,0	26,1	20,8
2018 год											
I квартал	30,2	44,0	101,6	57,5	-6,6	13,9	20,6	-7,2			
II квартал	18,4	45,5	108,9	63,4	-7,7	16,6	24,4	-19,3			
III квартал	28,1	47,8	110,6	62,7	-8,8	17,4	26,1	-11,0			
IV квартал	39,0	57,7	122,9	65,2	-6,9	16,7	23,6	-11,8			
Год	115,7	195,1	443,9	248,9	-30,1	64,6	94,7	-49,3	7,0	30,6	20,7
2019 год											
I квартал	33,6	47,2	102,6	55,5	-6,1	13,7	19,8	-7,5			
II квартал	10,3	39,7	101,6	61,9	-8,9	15,6	24,5	-20,5			
III квартал	10,6	38,0	103,2	65,2	-11,7	16,6	28,4	-15,7			
IV квартал	11,0	41,0	112,4	71,4	-10,0	15,9	26,0	-20,0			
Год	65,4	165,8	419,7	253,9	-36,7	61,9	98,7	-63,7	3,9	28,5	20,9
2020 год											
I квартал	23,5	33,3	89,3	56,0	-6,4	13,5	19,9	-3,5			
II квартал	1,6	16,7	70,5	53,8	-1,9	10,0	11,9	-13,2			
III квартал	4,0	18,8	79,0	60,2	-3,6	10,7	14,3	-11,2			
IV квартал	7,1	25,0	94,6	69,7	-5,2	12,8	18,0	-12,7			
Год	36,1	93,7	333,4	239,6	-17,0	47,0	64,1	-40,6	2,4	25,6	20,4
2021 год											
I квартал	23,2	28,4	93,2	64,7	-2,3	11,1	13,5	-2,9			
II квартал ¹	19,9	34,0	110,3	76,2	-1,3	13,3	14,5	-12,9			

¹ Оценка.

Источники: Банк России, Росстат.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: ФИНАНСОВЫЙ СЧЕТ¹

Табл. П-9-8

	Финансовый счет (кроме резервов)	Сальдо по госсектору	Сальдо по частному сектору	Обязатель- ства банков	Обязатель- ства прочих секторов	Активы бан- ков	Активы про- чих секто- ров	Чистые ошибки и пропуски	Изменение резервов	Сальдо финан- совых операций частного сектора
	Млрд долл. США									
2016 год										
I квартал	6,9	1,2	5,8	-7,6	-0,3	-9,9	7,8	-3,0	2,6	
II квартал	-2,3	-3,6	1,3	-4,6	5,0	-4,4	6,2	1,6	4,4	
III квартал	-2,0	-4,3	2,3	-7,7	-2,3	-8,3	0,7	1,0	3,1	
IV квартал	7,4	2,7	4,7	-7,3	14,4	-5,6	17,4	-5,0	-1,8	
Год	10,1	-4,0	14,1	-27,1	16,9	-28,3	32,1	-5,4	8,2	1,4
2017 год										
I квартал	10,8	-5,9	16,7	-3,9	-3,6	13,6	-4,6	0,9	11,3	
II квартал	-2,1	-3,9	1,8	-11,7	13,0	-2,5	5,5	4,1	7,5	
III квартал	-10,7	-10,3	-0,4	-7,8	3,1	-16,3	11,1	-0,8	6,5	
IV квартал	13,9	6,7	7,2	-4,2	1,8	0,8	4,0	-1,7	-2,7	
Год	11,9	-13,3	25,2	-27,7	14,2	-4,4	16,1	2,6	22,6	1,5
2018 год										
I квартал	12,7	-6,6	19,3	-2,5	1,0	0,3	17,5	2,1	19,3	
II квартал	9,8	11,1	-1,3	-9,6	4,0	-5,7	-1,2	2,9	11,3	
III квартал	24,9	2,9	22,0	-3,8	-8,4	8,6	1,2	1,8	5,0	
IV квартал	31,0	1,3	29,8	-9,2	-0,8	4,5	15,3	-4,7	2,6	
Год	78,5	8,7	69,8	-25,0	-4,3	7,6	32,9	2,1	38,2	3,9
2019 год										
I квартал	12,5	-9,3	21,8	-3,2	5,7	9,2	15,1	-2,5	18,6	
II квартал	-5,0	-6,2	1,2	-6,7	13,0	6,6	0,9	1,5	16,6	
III квартал	-7,0	-3,6	-3,3	-7,9	5,5	-5,8	0,1	-1,5	15,9	
IV квартал	-3,5	-3,8	0,2	-2,1	1,0	-12,0	11,2	1,3	15,4	
Год	-2,9	-22,8	19,9	-19,8	25,2	-2,1	27,3	-1,2	66,5	1,3
2020 год										
I квартал	19,3	0,4	19,0	-6,8	-6,6	2,5	3,0	0,9	5,0	
II квартал	14,5	1,4	13,2	-9,2	6,3	-2,0	12,4	0,3	-12,9	
III квартал	8,6	-2,6	11,2	-2,2	-13,1	-7,4	3,2	2,5	-2,3	
IV квартал	10,6	-0,4	11,0	-7,9	-3,3	2,4	-2,6	0,2	-3,6	
Год	53,1	-1,2	54,3	-26,2	-16,7	-4,5	16,0	3,7	-13,8	3,4
2021 год										
I квартал	20,9	1,6	19,3	0,3	-0,2	3,2	16,1	1,1	3,7	
II квартал ²	10,5	1,5	9,0	-2,5	-4,4	-6,8	8,9	-1,0	8,3	

¹ В знаках РПББ.² Оценка.

Источники: Банк России, Росстат.

КЛЮЧЕВЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ СТРАН «ГРУППЫ 20»
(по состоянию на 20.08.2021)

Табл. П-9-9

Страны	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварталу предыдущего года ¹	Инфляция, в % к соответствующему месяцу предыдущего года ²	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых ³	Ставка по кредитам нефинансовому сектору на срок до 1 года/1 год, % годовых ⁴	Профицит/дефицит бюджета в 2021 г., % ВВП ⁵
Аргентина	2,5	50,2	38,00	35,83	-
Австралия	1,1	3,8	0,10	4,80	-9,5
Бразилия	1,0	8,4	4,25	29,00	-3,7
Великобритания	-6,1	2,5	0,10	0,50	-10,6
Германия	-3,1	3,8	-0,50	1,93	-5,0
Индия	1,6	6,3	4,00	8,80	-4,5
Индонезия	-0,7	1,5	3,50	9,03	-4,1
Италия	-0,8	1,8	-0,50	2,09	-5,6
Канада	0,3	3,1	0,25	2,50	-7,0
Китай	7,9	1,1	3,85	4,35	-8,7
Мексика	19,7	5,9	4,25	4,50	0,2
Россия	-0,7	6,5	6,50	6,05	-0,4
Саудовская Аравия	-4,1	5,7	1,00	-	-3,5
США	12,2	5,4	0,25	3,25	-13,3
Турция	7,0	19,0	19,00	22,00	-3,3
Франция	18,7	1,2	-0,50	1,02	-6,0
Южная Корея	5,9	2,6	0,50	2,74	-3,2
ЮАР	-3,2	4,9	3,50	7,00	-5,7
Япония	-1,6	0,2	-0,1	1,00	-8,9
ЕС	13,2	2,2	-	-	-5,2

¹ ВВП – данные приведены за II квартал 2021 года для США, ЕС, Мексики, Кореи, Китая, Франции; для Саудовской Аравии – за 2020 год, для остальных стран – за I квартал 2021 года.

² Ключевая ставка: для Германии, Франции, Италии приведена депозитная ставка ЕЦБ (-0,5) %, для Японии – депозитная ставка (-0,1) %.

³ Ставка по кредитам нефинансовому сектору: по данным IFS (International Financial Statistics) IMF, Bloomberg, CEIC.

⁴ Профицит, дефицит бюджета в 2021 году – оценка МВФ World Economic Outlook April 2021.

Источники: Bloomberg, МВФ, CEIC

ПРИЛОЖЕНИЕ 10. СТАТИСТИКА ПРИМЕНЕНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ
(%)

Табл. П-10-1

Вид обязательств	Даты действия			
	01.12.2017– 31.07.2018	01.08.2018– 31.03.2019	01.04.2019– 30.06.2019	С 01.07.2019 ¹
Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации				
Перед физическими лицами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75
По иным обязательствам в рублях				
Перед юридическими лицами — нерезидентами в рублях	6,00	7,00	7,00	8,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте				
Перед юридическими лицами — нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте				
Банки с базовой лицензией				
Перед физическими лицами в рублях	1,00	1,00	1,00	1,00
По иным обязательствам в рублях				
Перед юридическими лицами — нерезидентами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75
Перед физическими лицами в иностранной валюте				
Перед юридическими лицами — нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте				

¹ Указание Банка России от 31.05.2019. №5158-У «Об обязательных резервных требованиях». См. [пресс-релиз от 31.05.2019](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=31052019_180357dkp2019-05-31T18_02_06.htm) на официальном сайте Банка России (http://www.cbr.ru/press/pr/?file=31052019_180357dkp2019-05-31T18_02_06.htm).

Табл. П-10-2

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ИНСТРУМЕНТАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Ставки в спредах к ключевой ставке, п.п.	На 01.01.2020	С 10.02.2020	С 27.04.2020	С 22.06.2020	С 27.07.2020	С 22.03.2021	С 26.04.2021	С 15.06.2021	С 26.07.2021
Предоставление ликвидности	Операции по-прежнему действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; операции репо; сделки «валютный своп» ¹	1 день	Ежедневно	+1,00	7,25	7,00	6,50	5,50	5,25	5,50	6,00	6,50	7,50
			От 2 до 549 дней ²			8,00	7,75	7,25	6,25	6,00	6,75	7,25	8,25	
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца ²	Ежемесячно ³	+0,25	6,50	6,25	5,75	4,75	4,50	4,75	5,25	5,75	6,75
			1 год ²			-	-	-	-	-	-	-	-	
			1 месяц			-	-	5,60	4,60	4,35	4,60	5,10	6,60	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ⁴	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			От 1 до 6 дней			-	-	-	-	-	-	-	-	
	Операции по-прежнему действия	Аукционы «валютный своп» ¹	От 1 до 2 дней	Нерегулярно ⁵	-	6,25	6,00	5,50	4,50	4,25	4,50	5,00	5,50	6,50
			От 1 до 6 дней			(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	
			1 неделя			(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	
Операции по-прежнему действия	Депозитные операции	Депозитные операции	1 день	Ежедневно	- 1,00	5,25	5,00	4,50	3,50	4,00	4,50	5,50		

¹ Указана процентная ставка по рублевой части, процентная ставка по валютной части приравнена ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США или евро (в зависимости от используемой в сделке валюты).

² Кредиты и операции репо по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

³ Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года, аукционы репо введены в мае 2020 года.

⁴ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

⁵ Операции «тонкой настройки».

Справочно: значение ставки рефинансирования с 1 января 2016 года приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

Табл. П-10-3

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ

(млрд руб.)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования								
					На 01.01.2020	На 01.04.2020	На 01.07.2020	На 01.10.2020	На 01.01.2021	На 01.04.2021	На 01.07.2021	На 01.08.2021	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0	2,7
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Сделки «валютный своп»			12,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,1	
	Операции на открытом рынке	Операции репо	0,0	16,7	0,0	0,3	118,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	246,1	5,4	390,7			
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
		Аукционы репо	1 год	-	-	5,3	5,3	36,7	52,6	47,9	48,0		
			1 месяц	-	-	0,0	0,0	810,2	50,2	100,4	100,4		
			1 неделя	0,0	854,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
			От 1 до 6 дней	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
	От 1 до 6 дней	696,6	1673,5	773,4	999,2	843,9	1650,0	1190,7	1790,0				
	1 неделя	1956,3	1544,2	708,2	818,5	574,9	645,1	626,4	596,2				
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Аукционы по размещению КОБР	До 3 месяцев	Ежемесячно ⁴	329,7	160,5	151,3	149,1	376,7	123,5	153,4		
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день	Ежедневно									

¹ Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года, аукционы репо введены в мае 2020 года.² В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.³ Операции «тонкой настройки».⁴ Как правило, размещение КОБР нового выпуска происходит раз в месяц, следующее его размещение – раз в неделю. В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, объем КОБР в обращении указывается с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день.

Источник: Банк России.

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

Базовые нефтегазовые доходы

Нефтегазовые доходы, сформированные при цене на нефть Urals 40 долл. США за баррель в ценах 2017 года (с дальнейшей ежегодной индексацией на 2%) и прогнозируемом курсе доллара США к рублю.

Базовое сальдо (базовый дефицит)

Индикатор исполнения федерального бюджета в рамках конструкции бюджетного правила, рассчитываемый как разница между суммой базовых нефтегазовых и ненепфтегазовых доходов и расходами федерального бюджета.

Валютизация банковских депозитов (кредитов)

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

Денежная база

Сумма отдельных компонентов наличных денег и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. Денежная база в узком определении включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. Широкая денежная база включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

Денежная масса

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (M0, M1, M2, широкая денежная масса).

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат M2)

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребова-

ния (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.

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.

Инфляционные ожидания

Ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений о денежно-кредитной политике.

Инфляция

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины: набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также «Индекс потребительских цен (ИПЦ)»).

Ключевая ставка Банка России

Ключевая ставка является основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России и используется при оценке направленности и характеристике денежно-кредитной политики. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. Это процентная ставка по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора (соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя).

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

Финансовый инструмент, который позволяет его покупателю в обмен на регулярную выплату премий (CDS-спред) его продавцу застраховаться от некоего кредитного события (например, дефолта) по финансовым обязательствам третьей стороны. Чем выше выплачиваемая премия, тем более рискованными считаются обязательства, в отношении которых был заключен кредитный дефолтный своп.

Ликвидность банковского сектора

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежей через платежную систему Банка России и выполнения обязательных резервных требований.

Нейтральная ставка

Уровень ставки процента (в частности, ключевой ставки центрального банка и ставок межбанковских кредитов овернайт, формирующихся вблизи ключевой ставки), при котором экономика устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному, а безработица находится на своем «естественном» уровне), а инфляция стабильно поддерживается на целевом уровне. При нейтральном уровне ключевой ставки денежно-кредитная политика не способствует ни ускорению, ни замедлению инфляции.

Нормативы обязательных резервов

Коэффициенты, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» их значения могут находиться в интервале от 0 до 20%. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

Облигации федерального займа (ОФЗ)

Государственные внутренние долговые бумаги.

Операции абсорбирования

Операции Банка России по привлечению ликвидности у кредитных организаций на возвратной основе. Могут быть в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

Операции рефинансирования

Операции Банка России по предоставлению ликвидности кредитным организациям на возвратной основе. Могут быть в форме кредита, репо или валютного свопа.

Процентный своп (Interest Rate Swap, IRS)

Финансовый контракт, по которому стороны сделки обязуются периодически выплачивать на условную сумму основного долга, являющегося основанием для свопа, проценты, выраженные в одной валюте, в определенные сроки. Одна сторона является плательщиком по фиксированной ставке, устанавливаемой при заключении сделки, а другая – плательщиком по плавающей ставке (какой-либо рыночной ставке – LIBOR или плавающей купонной ставке облигации).

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.

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.

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. Комплекс причинно-следственных связей, через которые изменение ключевой ставки и ожидания относительно будущей ее траектории влияют на те или иные сегменты финансового рынка, а через них – на спрос и предложение в экономике и в конечном итоге на инфляцию. В составе трансмиссионного механизма выделяются отдельные каналы – последовательности причинно-следственных связей, обеспечивающих влияние денежно-кредитной политики на экономику (процентный, кредитный, валютный, балансовый, канал инфляционных ожиданий и другие).

Требования банковской системы к экономике

Требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предостав-

ленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыe 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.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

б.п. – базисный пункт (0,01 процентного пункта)

ВВП – валовой внутренний продукт

ДКП – денежно-кредитная политика

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ИПЦ – индекс потребительских цен

КОБР – купонные облигации Банка России

МБК – межбанковские кредиты

МВФ – Международный валютный фонд

Минфин России – Министерство финансов Российской Федерации

Минэкономразвития России – Министерство экономического развития Российской Федерации

МСП – малое и среднее предпринимательство

МСФО – Международный стандарт финансовой отчетности

НДД – налог на дополнительный доход

НДПИ – налог на добычу полезных ископаемых

НДС – налог на добавленную стоимость

НДФЛ – налог на доходы физических лиц

ОНЕГДКП 2018 – 2020 гг. – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов

ОНЕГДКП 2019 – 2021 гг. – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов

ОНЕГДКП 2020 – 2022 гг. – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов

ОНЕГДКП 2021 – 2023 гг. – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

ОПЕК+ – Организация стран – экспортеров нефти и 11 стран, не входящих в картель, между которыми состоялось подписание соглашения об ограничении добычи нефти

ОФЗ – облигации федерального займа

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купоном

п.п. – процентный пункт

РПБ6 – шестое издание Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Международный валютный фонд)

СФР – страны с формирующимися рынками

ФНБ – Фонд национального благосостояния

ФРС США – Федеральная резервная система США

IRS – Interest Rate Swap (процентный своп)

RUONIA – Ruble OverNight Index Average (взвешенная процентная ставка овернайт российского межбанковского рынка)

SA – оценка с поправкой на сезонность

SAAR – аннуализированный прирост с поправкой на сезонность

ЗММА – скользящая средняя за три месяца

