



Банк России



ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ
единой государственной
денежно-кредитной политики
на 2021 год и период 2022 и 2023 годов

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 05.11.2020.

Документ подготовлен по статистическим данным на 22.10.2020.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 15.10.2020.

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, 2020

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	6
2. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2020–2023 ГОДАХ	29
2.1. Основные экономические тенденции в 2020 году.....	32
2.2. Сценарии развития российской экономики в 2021–2023 годах	40
3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ 2019 ГОДА И В 2020 ГОДУ	56
4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2020 ГОДУ И В 2021–2023 ГОДАХ.....	65
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	76
Приложение 1 Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России.....	76
Приложение 2 Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов.....	100
Приложение 3 Показатели инфляции, используемые Банком России	104
Приложение 4 Немонетарные факторы инфляции в 2020 году: влияние ограничений, связанных с пандемией	109
Приложение 5 Международный опыт денежно-кредитной и макроэкономической политики в целом: подходы к преодолению кризиса.....	113
Приложение 6 Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления.....	123
Приложение 7 Денежная программа.....	128
Приложение 8 Календарь решений по ключевой ставке в 2021 году	132
Приложение 9 Макроэкономическая и банковская статистика	133
Приложение 10 Статистика применения инструментов денежно-кредитной политики	142
Приложение 11 График проведения аукционных операций Банка России на срок 1 неделя в 2021 году	145
Приложение 12 График периодов усреднения обязательных резервов в 2021 году	147
ГЛОССАРИЙ.....	148
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	152

Перечень врезок

Врезка 1	
Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4%.....	25
Врезка 2	
Нейтральная процентная ставка.....	26
Врезка 3	
Влияние пандемии коронавируса на потенциальный выпуск.....	37
Врезка 4	
Операции Банка России на валютном рынке.....	51
Врезка 5	
Бюджетная политика в 2020–2023 годах.....	53
Врезка 6	
Меры Банка России и Правительства Российской Федерации для преодоления экономических последствий пандемии коронавирусной инфекции.....	62
Врезка 7	
Изменение правил и процедур проведения операций.....	72
Врезка 8	
Новый подход к обязательным резервам.....	74
Врезка 9	
Состояние ликвидности банковского сектора и возможности кредитования экономики.....	93
Врезка 10	
Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям.....	95
Врезка 11	
Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов).....	97
Врезка 12	
Об оценке эффекта переноса обменного курса в инфляцию.....	98

ВВЕДЕНИЕ

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов (далее – ОНЕГДКП) – стратегический документ Банка России, отражающий ключевые подходы регулятора к поддержанию ценовой стабильности. В нем детально разъясняется политика таргетирования инфляции – ее цели, принципы, используемые инструменты. Этот режим денежно-кредитной политики действует в России с 2015 года. Последовательное применение данного режима способствовало существенному снижению инфляции и удержанию ее вблизи 4% – за последние три года цены в России в среднем росли на 3,4% в год.

Банк России представляет в ОНЕГДКП базовый и альтернативные сценарии среднесрочного экономического прогноза развития Российской Федерации, раскрывая особенности проведения денежно-кредитной политики при различных вариантах развития событий.

В текущем году произошел масштабный перелом экономических трендов в России и в мире, который был вызван пандемией коронавируса, а также сопровождался резким изменением конъюнктуры нефтяного рынка. Российская экономика столкнулась с комбинацией шоков спроса и предложения, которые затронули и реальный, и финансовый секторы, отразились на всех сферах жизни общества. Эти события стали одним из самых серьезных вызовов за последние десятилетия, что потребовало решительных действий, а также еще более тесной координации усилий Правительства Российской Федерации и Банка России для поддержки граждан, бизнеса и экономики в целом.

Россия встретила события текущего года, имея значительный запас прочности, который был создан ранее благодаря последовательной и взвешенной макроэкономической политике. Введение бюджетного правила и повышение устойчивости государственных финансов, закрепление инфляции на исторически низких уровнях, повышение стабильности финансового сектора, а также снижение зависимости российской экономики от внешних факторов – все это позволило России легче проходить через сложный период текущего года и принимать все необходимые меры для преодоления негативных тенденций.

Банк России отреагировал на кардинальное изменение экономических условий переходом к мягкой денежно-кредитной политике, снизив ключевую ставку с 6% до исторического минимума в 4,25% годовых. Такая реакция денежно-кредитной политики потребовалась, чтобы не допустить продолжительного отклонения инфляции вниз от цели (вблизи 4%) и создать условия для более быстрого возвращения экономики к потенциалу ее развития. Таким образом, в отличие от предыдущих лет, когда в основном преобладали проинфляционные риски, в настоящее время Банк России принял меры, чтобы ограничить дезинфляционные риски, связанные с существенным падением совокупного спроса.

Значимое снижение ключевой ставки в ответ на негативные шоки во многом стало возможным благодаря последовательному применению режима таргетирования инфляции в предыдущие годы наряду со взвешенной макроэкономической политикой в целом. Это в том числе способствовало снижению инфляционных ожиданий, усилению их заякоренности на цели по инфляции, что ограничило проинфляционные риски. Таким образом, режим таргетирования инфляции показывает свою эффективность как в относительно стабильных условиях, так и в период существенных изменений, которые произошли в текущем году. Основой данного режима является доверие населения и бизнеса к проводимой денежно-кредитной политике, что само по себе представляет инструмент обеспечения ценовой стабильности, стабилизации инфляционных ожиданий. Формированию доверия способствует неизменность целей и принципов денежно-кредитной политики, а также регулярная коммуникация с обществом, что вносит вклад в создание предсказуемых экономических условий.

Основа политики таргетирования инфляции – информационная открытость – приобрела дополнительное значение в период пандемии. Все решения Банка России сопровождались оперативным разъяснением принимаемых мер в контексте происходящих событий. Банк России будет предпринимать дальнейшие шаги в направлении повышения информационной открытости. С осени 2020 года началась публикация информационно-аналитических комментариев о динамике инфляции в каждом из российских регионов. Таким образом, теперь Банк России представляет анализ динамики потребительских цен на всех трех уровнях: страны в целом, федеральных округов и на уровне отдельных регионов. В будущем планируется расширение линейки публикаций за счет регулярных материалов территориальных учреждений Банка России об экономической ситуации в регионах.

Для повышения прозрачности и четкости коммуникации относительно перспектив денежно-кредитной политики Банк России планирует начать публикацию траектории ключевой ставки в рамках своего макроэкономического прогноза.

Дальнейшее развитие событий во многом зависит от того, как будет складываться ситуация с пандемией, как будут проходить восстановительные процессы в мировой и российской экономике, насколько будут меняться настроения и поведенческие установки населения, инвестиционные и производственные планы бизнеса, что, в свою очередь, может оказывать существенное влияние на потенциал экономического роста и в России, и за рубежом. Все эти факторы создают широкий диапазон вероятных траекторий развития событий. В такой ситуации Банк России рассматривает расширенный набор сценариев макроэкономического прогноза – базовый и три альтернативных.

Ключевой развилкой в сценариях являются не цены на нефть (как это было ранее), а предпосылки относительно темпов роста фактического и потенциального ВВП в российской и мировой экономике на прогнозном горизонте. В рисковом сценарии, который входит в состав альтернативных сценариев, также предполагается значимое влияние на параметры прогноза геополитических факторов.

По мере нормализации экономических условий и стабилизации инфляции вблизи 4% Банк России будет оценивать возможные сроки и скорость перехода от мягкой к нейтральной денежно-кредитной политике, при которой ключевая став-

ка будет находиться в нейтральном диапазоне 5–6% годовых. При этом в любом из сценариев развития событий Банк России будет проводить денежно-кредитную политику таким образом, чтобы обеспечить возвращение инфляции к цели и ее удержание вблизи 4% на среднесрочном горизонте.

Стабильно низкая инфляция, то есть ценовая стабильность, является залогом доверия общества к национальной валюте. Это, в свою очередь, имеет решающее значение для социальной стабильности, для комфортной жизни людей и ведения бизнеса, для формирования внутренних сбережений и инвестиций, которые являются основой устойчивого экономического роста. Таким образом, выполняя свою основную функцию, закрепленную Конституцией Российской Федерации и Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», по защите и обеспечению устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, Банк России вносит вклад в создание благоприятных условий для экономического развития России.

1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

ВКЛАД ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ 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 низкой инфляции обеспечивается **устойчивость покупательной способности национальной валюты**. Низкая и предсказуемая инфляция защищает доходы и накопления в национальной валюте. При ценовой стабильности заработные платы, пенсии и другие доходы, а также сбережения населения и предприятий в национальной валюте защищены от 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 граждан с невысоким уровнем дохода. Такие домашние хозяйства делают выбор в пользу недорогих товаров 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 населения. Поэтому низкая инфляция – одна из важных предпосылок для обеспечения социальной стабильности².

Низкая и устойчивая инфляция благоприятна и для ведения бизнеса. Она способствует повышению доступности заемного финансирования для компаний. Высокая инфляция или значительная волатильность цен являются источником рисков для участников экономических отношений, в том числе для банков. Повышенная инфляционная премия закладывается банками в уровни процентных ставок для населения и предприятий. Низкая и стабильная инфляция, напротив, снижает риски банков и формирует более благоприятные условия заимствования для реального сектора экономики. Не только российские банки, но и внутренние инвесторы – физические лица и компании, а также иностранные инвесторы с большей готовностью предоставляют финансовые ресурсы в странах

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.

с предсказуемой экономической средой, неотъемлемый элемент которой – стабильно низкая инфляция.

При ценовой стабильности компаниям и населению также 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 вносит вклад в решение 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 в целом, низкая и стабильная инфляция создает условия для снижения валютизации активов и обязательств в экономике. Это, в свою очередь, повышает устойчивость экономики к изменению внешних условий.

Опросы населения и компаний также указывают на важность низкой и стабильной инфляции как условие благоприятной среды для жизни и ведения бизнеса. Согласно опросам, домашние хозяйства и предприятия называют высокую инфляцию одной из проблем, ухудшающих условия жизни и деловой климат, снижающих конкурентоспособность российских товаров (см. Приложение 2 «Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов»).

Денежно-кредитная политика создает необходимые условия для устойчивого развития экономики, но сама по себе не может быть источником устойчивого повышения экономического потенциала. В долгосрочной перспективе основными факторами, определяющими потенциал роста экономики, являются

изменение численности трудовых ресурсов, накопление капитала, рост производительности труда и капитала, внедрение новых технологий. Центральный банк не может воздействовать инструментами денежно-кредитной политики 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.

Контрциклическая роль денежно-кредитной политики проявляется в том, что 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 вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию – к цели. И наоборот, если совокупный спрос оказывается меньше производственных возможностей экономики, реализуются риски отклонения экономики вниз от потенциала, а инфляции – вниз от цели. В этих условиях требуется временное снижение ключевой ставки ниже ее нейтрального уровня. Смягчение денежно-кредитной политики окажет необходимую поддержку совокупному спросу и также обеспечит возвращение инфляции к цели. Такая ситуация, в частности,

сложилась в 2020 году, когда глубокое падение глобальной и российской экономики в результате пандемии коронавируса создало риски отклонения инфляции вниз от цели в 2021 году. Для поддержки внутреннего спроса и стабилизации инфляции вблизи цели на прогнозном горизонте Банк России снизил ключевую ставку, перейдя к мягкой денежно-кредитной политике (подробнее о решениях по ключевой ставке см. раздел 3 «Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики во втором полугодии 2019 года и в 2020 году»).

Вместе с тем попытки стимулировать экономический рост мерами денежно-кредитной политики через снижение ключевой ставки, когда экономика находится вблизи или выше своего потенциала, могут привести к долгосрочным негативным последствиям для ценовой и финансовой стабильности. В краткосрочном периоде импульс от такого необоснованного снижения ключевой ставки спровоцирует ускоренный рост кредитования и увеличение внутреннего спроса. Однако внутренние возможности для его удовлетворения будут отсутствовать, так как экономика уже функционирует на уровне, близком к потенциалу или выше. Это в конечном итоге вызовет рост инфляции, за которым неизбежно последуют рост процентных ставок и сокращение темпов экономического роста.

Решение задачи устойчивого расширения производственных возможностей экономики требует иных мер. Это в первую очередь меры бюджетной и структурной политики Правительства Российской Федерации, а также институциональные преобразования. Только они в случае эффективной реализации могут напрямую увеличить потенциальные темпы экономического роста.

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

• Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции

В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России задает количественную цель по инфляции и публично ее объявляет, 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 (подробнее см. врезку 1 «Почему Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4%»). Формулировка «вблизи 4%» отражает допустимость небольших колебаний инфляции вокруг 4%. Данные колебания носят естественный характер, учитывая, что экономика представляет собой сложную систему взаимосвязей и цены формируются под влиянием множества факторов. При этом денежно-кредитная политика воздействует на динамику цен не напрямую, а опосредованно через спрос и с существенными лагами, поэтому ее мерами возможно обеспечить достижение цели по инфляции лишь с течением времени (подробнее см. Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России»).

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 потре-

бительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Росстатом по России. При этом на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах может 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 об использовании мер денежно-кредитной политики для недопущения ее отклонения от цели. В ситуации же отклонения инфляции от цели скорость возвращения к ней выбирается Банком России с учетом масштаба отклонения и влияния решений по ключевой ставке на экономическую активность. Кроме того, принимая эти решения, Банк России учитывает риски для финансовой стабильности.

Необходимым условием эффективного влияния денежно-кредитной политики на экономику в рамках режима таргетирования инфляции является плавающий валютный курс. При низкой гибкости курсообразования валютные интервенции центрального банка, оказывая влияние на ликвидность банковского сектора, приводят к высокой зависимости состояния денежного рынка и других сегментов финансового рынка от изменений внешнеэкономической конъюнктуры. Это уменьшает возможности центрального банка по независимому управлению процентными ставками и снижает действенность денежно-кредитной политики.

Плавающий валютный курс действует как «встроенный стабилизатор», позволяя экономике подстроиться под изменение внешних условий и сглаживая

их влияние³. Следуя режиму плавающего валютного курса, Банк России 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 для пополнения (использования) международных резервов в связи с применением Минфином России бюджетного правила, а также в целях противодействия факторам финансовой нестабильности.

- **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 операциям⁴ Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора. Изменение ключевой ставки используется при оценке направленности и характеристике денежно-кредитной политики. 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 2021 году»). Изменяя клю-

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.

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).

чевую ставку, Банк России через ставки рынка межбанковского кредитования воздействует на динамику процентных ставок в экономике, которая, в свою очередь, влияет на внутренний спрос и инфляцию. Для эффективного транслирования ключевой ставки на уровень процентных ставок финансового рынка необходимо, чтобы однодневные ставки денежного рынка формировались вблизи ключевой ставки. Это является операционной целью денежно-кредитной политики Банка России.

Для достижения операционной цели Банк России использует стандартные инструменты управления ликвидностью, предоставляя или привлекая у банков денежные средства, а также коридор процентных ставок. При проведении аукционов по предоставлению или абсорбированию ликвидности Банк России стремится привести фактические остатки на корреспондентских счетах по банковскому сектору в целом в соответствие с потребностью в них, которая обусловлена необходимостью поддержания банками обязательных резервов, а также обслуживанием клиентских платежей. Таким образом, Банк России создает условия для формирования равновесия в сегменте овернайт денежного рынка и эффективной работы механизма процентного коридора. Границы процентного коридора, определенные ставками по однодневным «симметричным» инструментам постоянного действия, ограничивают размах колебаний ставок в сегменте овернайт денежного рынка и обеспечивают их сближение с ключевой ставкой (подробнее об операционной процедуре см. раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2020 году и в 2021–2023 годах»).

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 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.

Решение по ключевой ставке сопровождается объяснением его логики и причин, а также, как правило, дополняется сигналом о возможных дальнейших шагах по денежно-кредитной политике, которые могут быть предприняты, если развитие экономики и динамика инфляции будут близки к базовому прогнозу Банка России. Таким образом, сигнал

по денежно-кредитной политике имеет условный характер и является заявлением о намерениях, которые могут быть осуществлены при условии реализации базового прогноза центрального банка. Сигнал по денежно-кредитной политике 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.

Разъяснение Банком России принятых решений и намерений в отношении будущих действий является важным инструментом управления инфляционными ожиданиями, так называемой привязки их к цели по инфляции. Инфляционные ожидания влияют как на динамику инфляции, так и на процентные ставки в экономике. От уровня и стабильности инфляционных ожиданий в том числе зависит премия за риск, которая закладывается в процентные ставки. 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, направленной на поддержание инфляции вблизи целевого уровня. Для формирования этого доверия необходимо как успешное достижение цели по инфляции, так и понимание участниками экономических отношений политики, проводимой центральным банком, – ее целей, подходов и мер, которые принимаются для достижения цели. Такие разъяснения особенно важны в тех случаях, когда под влиянием тех или иных факторов

происходит временное отклонение инфляции от цели и центральный банк принимает меры для ее возвращения к целевому уровню. С учетом этого Банк России уделяет большое внимание развитию информационной политики, а информационная открытость является одним из важнейших принципов проведения денежно-кредитной политики (см. подраздел данного раздела «Информационная открытость»).

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

Банк России принимает решения 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 (ТМ ДКП). Основным каналом этого воздействия являются процентные ставки. Изменение ключевой ставки Банка России, а также сигнал о ее дальнейшей траектории воздействуют на рыночные процентные ставки, от которых, в свою очередь, зависит потребительская, сберегательная, кредитная и инвестиционная активность экономических субъектов. В зависимости от склонности к сбережению или расходованию средств (потреблению, инвестированию) формируется внутренний спрос в экономике, который влияет на динамику цен. Для того чтобы изменение ключевой ставки отразилось в значительной мере на процентных ставках по депозитам и кредитам на разные сроки, необходимо от двух месяцев до трех кварталов. Дополнительное время требуется для того, чтобы изменение денежно-кредитных условий в полной мере по-

влияло на спрос и инфляцию. С учетом этого влияние ключевой ставки на динамику спроса и цен в полной мере происходит за три-шесть кварталов (подробнее см. Приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в России»). Поэтому для выработки решения по ключевой ставке с учетом складывающейся ситуации в экономике и ее ожидаемого развития в будущем критически важным является макроэкономический прогноз.

Для разработки прогноза Банк России использует 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. Кроме того, модельный инструментарий позволяет рассчитывать сценарную траекторию изменения ключевой ставки.

В рамках подготовки макроэкономического прогноза Банк России оценивает продолжительность действия факторов, влияющих на экономику и динамику цен, и устойчивость сформировавшихся экономических тенденций. 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, кото-

рые с высокой вероятностью приведут к такому продолжительному отклонению. Если текущее отклонение инфляции от цели связано с действиями временных факторов и есть основания полагать, что произойдет ее возвращение к целевому уровню на краткосрочном горизонте, использование мер денежно-кредитной политики не показано. Это связано с тем, что меры Банка России в ответ на такое краткосрочное отклонение продолжают оказывать влияние на динамику цен и после возвращения инфляции к цели, в связи с чем возможно отклонение инфляции от цели в противоположную сторону, что не отвечает задаче сохранения годовой инфляции вблизи 4%.

В то же время краткосрочные по своей природе факторы могут иметь более продолжительное действие, если они столь значительны, что могут оказать 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 покуп-

ки 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.

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 также 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 относительно них, но и новая информация о прошлом и текущем состоянии экономики. Неопределенность в процессе принятия решений по денежно-кредитной политике может также быть связана с особенностями модельного инструментария, используемого для построения макроэкономического прогноза. В свя-

зи с этим 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, которые позволяют Банку России оценивать надежность (или робастность) макроэкономического прогноза и принимаемого на его основе решения по денежно-кредитной политике с точки зрения необходимости поддержания инфляции у цели.

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. Несмотря на то что благодаря проводимой Банком России денежно-кредитной политике инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий за последние несколько лет существенно снизились, по-прежнему сохраняется их чувствительность 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 потенциально могут вызвать рост инфляции и инфляционных ожиданий. Это

согласуется со стремлением Банка России принимать взвешенные (робастные) решения в области денежно-кредитной политики с учетом цели по поддержанию инфляции вблизи 4% на прогнозном горизонте.

Управление инфляционными ожиданиями населения и предприятий является одной из ключевых задач денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции. Чтобы инфляционные ожидания изменили свой характер, необходимо поддерживать инфляцию у целевого уровня, то есть вблизи 4%. Также важную роль играет и регулярная коммуникация в области денежно-кредитной политики, в рамках которой Банк России подробно и открыто разъясняет, каким образом, за счет каких инструментов и мер он готов обеспечивать возвращение инфляции к цели. Снижение инфляционных ожиданий и их закрепление на низком уровне, в свою очередь, способствуют поддержанию ценовой стабильности на низком уровне, а также повышают действенность 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, поэтому их учет необходим при реализации денежно-кредитной политики Банком России.

В соответствии с законодательством Банк России отвечает за несколько направлений экономической политики. Помимо денежно-кредитной политики, эти направления в том числе включают обе-

спечение финансовой стабильности, устойчивости и развития банковского сектора, финансового рынка и национальной платежной системы. Взаимный учет и согласованность данных мер достигаются за счет принятия решений Советом директоров Банка России, а также через участие представителей разных направлений деятельности Банка России в работе профильных комитетов и рабочих групп внутри Банка России.

Денежно-кредитная политика и бюджетная политика. Бюджетная политика оказывает значительное влияние на условия реализации денежно-кредитной политики: на темпы роста экономики и ее структуру, на динамику цен товаров и услуг, а также на уровень страновой премии за риск. Поэтому Банк России учитывает меры бюджетной политики при подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке.

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 валютного 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 риск⁵.

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. Банк России по поручению Минфина проводит операции на валютном рынке в рамках бюджетного правила равномерно и в рамках заявленных Минфином объемов, 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 возникно-

вения угроз для финансовой стабильности.

Параметры бюджетной политики оказывают значимое влияние 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 позволит ограничить риски отклонения инфляции и инфляционных ожиданий от цели и минимизировать отклонение экономики от траектории сбалансированного роста. При этом характер и особенности влияния 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. При этом изменение косвенных налогов, как правило, ведет к разовой подстройке цен и не требует реакции со стороны денежно-кредитной политики, если инфляционные ожидания субъектов экономики закорены на цели. Однако если инфляционные ожидания реагируют на изменения в налоговой политике, то может потребоваться реакция со стороны денежно-кредитной политики для ограничения рисков отклонения инфляции от цели.

Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут также выступать фактором структурных изменений в экономике. Если они способствуют преодолению структурных ограничений, это вносит вклад в расширение ее производственного потенциала. В результате ускорение экономического ро-

⁵ В 2020–2021 годах для борьбы с экономическими последствиями пандемии коронавируса расходы федерального бюджета будут формироваться на более высоких уровнях, чем допускает бюджетное правило. Однако принципиально важно, что уже на текущем этапе Правительство Российской Федерации планирует полный возврат к параметрам бюджетного правила начиная с 2022 года (подробнее см. раздел 2 «Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2020–2023 годах»).

ста, обусловленное влиянием увеличения государственных расходов, не будет формировать повышательного давления на инфляцию. В случае же если рост государственных расходов создает условия, при которых расширение внутреннего спроса опережает расширение производственного потенциала, это может усиливать проинфляционное давление в экономике.

Таким образом, долгосрочные приоритеты, стратегия и конкретные меры бюджетной и структурной политики значимо отражаются на макроэкономическом прогнозе Банка России и оценке им баланса рисков для инфляции, что, в свою очередь, оказывает существенное воздействие на выбор характера денежно-кредитной политики, необходимой для достижения цели по инфляции.

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 весьма 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. Ряд мер других государственных орга-

нов власти вносит вклад в поддержание ценовой стабильности. Влияние данных мер учитывается Банком России при подготовке макроэкономического прогноза. Важным условием ограничения темпов роста и волатильности цен является уменьшение влияния немонетарных факторов на динамику цен. Непосредственно Банк России не может воздействовать на данные факторы, которые преимущественно связаны со стороной предложения. В то же время под их влиянием инфляция может заметно колебаться, что, в свою очередь, может негативно отражаться на инфляционных ожиданиях (более подробно о влиянии немонетарных факторов см. Приложение 4 «Немонетарные факторы инфляции в 2020 году: влияние ограничений, связанных с пандемией»).

Вклад в снижение влияния немонетарных факторов на инфляцию вносят меры, принимаемые Правительством Российской Федерации и региональными органами государственной власти. Банк России участвует в данной работе, 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, в том числе на рынке 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. Например, в случае роста издержек под влиянием неблагоприятных факторов монополии могут в большей мере перекладывать их на покупателей. В условиях более высокой конкуренции, стремясь сохранить долю рынка, компании 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 влияние 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. Для выявления товарных рынков в субъектах

Российской Федерации, где высокая рыночная концентрация препятствует снижению инфляционного давления, и для преодоления этой ситуации Банк России расширяет взаимодействие с ФАС России, а также принимает активное участие в совершенствовании Стандарта.

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. В связи с этим Банк России продолжает внимательно следить за фактическими и планируемыми изменениями в этой области и обсуждать их влияние 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 влиянием данных мер при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике.

Денежно-кредитная политика и политика по поддержанию устойчивости финансового сектора. Банк России придерживается принципа разделения целеполагания между денежно-кредитной политикой и обеспечением устойчивости финансового сектора. В рамках данной стратегии Банк России использует денежно-кредитную политику и ключевую ставку как ее основной инструмент для поддержания инфляции вблизи цели,

а обеспечение устойчивости финансового сектора реализуется с помощью других инструментов. С одной стороны, это регулирование банковских и небанковских финансовых организаций (микропруденциальное регулирование), действия в сфере надзора, мероприятия по финансовому оздоровлению, которые обеспечивают устойчивость финансовых организаций и направлены на сохранение средств вкладчиков и кредиторов. С другой стороны, это макропруденциальная политика, которая в свою очередь 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. Все это позволяет денежно-кредитной политике сосредоточиться на поддержании ценовой стабильности.

В современной международной практике центральные банки чаще придерживаются стратегии разделения целеполагания между этими задачами. Мировой опыт свидетельствует, что ценовая стабильность не является гарантией финансовой стабильности. Так, накопление в финансовом секторе системных рисков, которые, как правило, формируются в его отдельных сегментах, может происходить на фоне в целом стабильных макроэкономических условий. Более того, поддержание макроэкономической стабильности может провоцировать недооценку долгосрочных финансовых рисков участниками рынка. При этом впоследствии их реализация может приводить к значительным экономическим потерям. То есть фазы финансового цикла и бизнес-цикла могут не совпадать, а также существенно различаться по степени выраженности и длительности. Данные эффекты особенно заметно прояви-

лись в 2008–2009 годах, когда перегрев на мировых финансовых рынках привел к значительным потерям для реального сектора экономики. В связи с этим для поддержания финансовой стабильности необходимо дополнять микропруденциальное регулирование специальными мерами макропруденциальной политики, которые способны противостоять накоплению системных рисков.

В то же время устойчивость финансового сектора является необходимым условием эффективной трансмиссии денежно-кредитной политики. 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 снизить 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. Таким образом, политика по поддержанию устойчивости финансового сектора обеспечивает стабильную и эффективную передачу влияния решений по денежно-кредитной политике в динамику ключевых макроэкономических показателей.

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 оказывают значимого влияния на условия проведения денежно-кредитной политики. Однако при реализации наиболее масштабных структурных изменений в подходах к регулированию (например, при введении требований «Базель III») анализ может указать на существенность их влияния на параметры отдельных операций финансовых организаций. В таких условиях Банк России учитывает указанное влияние, например, при принятии решений относительно необходимости корректировки операционной процедуры 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 влияние на условия проведения денежно-кредитной политики, в том числе на динамику кредитования и процентные ставки на отдельных сегментах. Поэтому, принимая решения по ограничению системных рисков с помощью макропруденциальной

политики, Банк России оценивает существенность их влияния на динамику показателей финансового сектора и при необходимости принимает это во внимание при выработке решений в области денежно-кредитной политики.

На условия проведения денежно-кредитной политики могут оказывать влияние 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.

Придерживаясь политики раздельного целеполагания, 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 принимать во внимание необходимость как стабилизации финансовых рынков, так и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Наряду с этим, в ситуации, когда одновременно реализуются макроэкономические риски и риски для финансовой стабильности, последовательность мер со стороны пруденциальной политики может усиливать

эффективность мер со стороны денежно-кредитной⁶.

Кроме того, в случае возникновения угрозы для финансовой стабильности Банк России может проводить операции с иностранной валютой на внутреннем валютном рынке. В качестве угрозы для финансовой стабильности Банк России рассматривает такую ситуацию на валютном рынке, 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. Решения по денежно-кредитной политике воздействуют на экономику через финансовый рынок. Развитый финансовый рынок позволяет более эффективно перераспределять финансовые ресурсы, что создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Для аккумуляции и последующего перераспределения финансовых ресурсов применяются финансовые инструменты (банковские вклады и кредиты, ценные бумаги). При этом изменение в структуре использования финансовых инструментов в целом не изменяет денежно-кредитные условия в экономике.

Реализуемая Банком России стратегия развития финансового рынка и поддержание ценовой стабильности мерами денежно-кредитной политики способ-

ствуют повышению доступности финансирования для широкого круга субъектов экономики. Кроме того, финансовый рынок является одним из основных звеньев 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, что повышает эффективность проводимой денежно-кредитной политики.

Чтобы увеличить круг участников финансового рынка и активизировать его использование для обмена финансовыми ресурсами, Банк России принимает меры по увеличению цифровизации финансового рынка, реализует меры по расширению линейки финансовых услуг, повышению их доступности, а также меры по содействию развитию конкуренции. Осуществлению данных целей будут способствовать развитие Системы быстрых платежей (СПБ), позволяющей клиентам моментально переводить средства друг другу вне зависимости от того, в каких банках – участниках СБП открыты их счета; развитие инфраструктуры Цифрового профиля, позволяющей гражданам дистанционно в режиме одного окна предоставлять информацию о себе, содержащуюся в государственных ресурсах, финансовым организациям для оказания им услуг и сервисов; развитие Единой биометрической системы в целях обеспечения возможности граждан и бизнеса дистанционно и безопасно получать финансовые услуги и сервисы в любое время и в любой точке страны; реализация закона о финансовых платформах (проект «Маркетплейс»), который обеспечивает гражданам возможность доступа к сервисам различных финансовых организаций через «единое окно».

⁶ Более подробно о мерах денежно-кредитной и макропруденциальной политики, принятых Банком России в 2020 году в условиях пандемии коронавируса, – в разделе 3 «Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики во втором полугодии 2019 года и в 2020 году».

Внедрение Банком России на финансовом рынке инновационных технологических и платформенных решений повышает доступность финансовых услуг, позволяет участникам рынка снизить издержки, ускоряет проведение операций финансового сектора, снижает барьеры для поставщиков и потребителей финансовых услуг, формируя таким образом благоприятную конкурентную среду, дающую возможность в том числе небольшим и региональным финансовым организациям предлагать свои услуги широкому кругу потребителей. Развитие конкуренции на финансовом рынке позволяет улучшить качество услуг и снизить стоимость привлечения финансовых ресурсов для экономических агентов.

Для роста инвестиционной активности Банк России реализует мероприятия, направленные на увеличение доли денежных доходов граждан, инвестируемых в экономику, чему в первую очередь помогает развитие индивидуальных инвестиционных счетов. С целью повышения защищенности розничных инвесторов Банк России способствовал принятию закона о категоризации инвесторов. Увеличение числа частных инвесторов позволяет повысить спрос на размещаемые долговые инструменты и снизить стоимость размещения для компаний.

Интерес инвесторов и заемщиков к операциям на финансовом рынке также зависит от взаимного доверия его участников, информационной прозрачности и защищенности прав потребителей. В связи с этим Банк России реализует мероприятия по противодействию недобросовестным практикам, профилактике и пресечению правонарушений, развитию поведенческого надзора, улучшению качества корпоративного управления, совершенствованию института деловой репутации, повышению требо-

ваний к квалификации ключевых лиц финансовых организаций.

Чтобы население могло лучше ориентироваться в предлагаемых на финансовых рынках услугах и более эффективно их использовать, Банк России ведет работу по повышению финансовой грамотности, ориентируясь на различные группы населения. В этой работе усилия направлены на формирование у граждан навыков эффективного управления личными финансами, адекватной оценки рисков и расширение их знаний о различных финансовых продуктах. При этом Банк России стремится повысить финансовую грамотность не только граждан, но и предприятий.

Повышению привлекательности кредитования компаний реального сектора для банков содействует внедрение риск-ориентированного и пропорционального банковского регулирования. Оно позволит расширить возможности банков по более эффективному распределению кредитных ресурсов в экономике, в том числе за счет снижения процентных ставок.

В целом деятельность в сфере развития финансового рынка будет способствовать большей вовлеченности внутренних частных инвесторов в работу финансового рынка, что станет фактором развития института длинных денег и роста экономики, а также будет помогать повышению действенности денежно-кредитной политики⁷. Для реализации мер по развитию финансового рынка требуется время. Поэтому решения в рамках данного направления существенно не влияют на условия проведения денежно-кредитной политики в краткосроч-

⁷ Более подробно о мерах по развитию финансового рынка и их влиянии см. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов, http://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket/.

ном периоде. По мере развития финансового рынка изменения, происходящие на нем, постепенно будут оказывать влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики.

Денежно-кредитная политика и экономическая политика в зарубежных странах. С учетом открытости российской экономики значимое влияние на нее оказывает ситуация на мировых финансовых и товарных рынках, которая формируется под воздействием мер экономической политики как в крупнейших развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками. Решения крупнейших центральных банков и правительств влияют в первую очередь на экономическую ситуацию в их странах. А от ситуации в крупнейших экономиках зависит мировой спрос и, соответственно, цены на мировых рынках товаров и услуг, в том числе сырьевых. Учитывая, что Россия активно вовлечена в мировую торговлю, одним из факторов, определяющих динамику цен в стране, являются цены на мировых рынках товаров и услуг.

Денежно-кредитная политика крупнейших центральных банков влияет на цены финансовых активов на мировых рынках, склонность инвесторов к риску, страновые риск-премии и динамику курсов валют. В условиях отсутствия ограничений на трансграничные потоки капитала заимствования российских экономических агентов на внешних рынках, вложения отечественных инвесторов за рубежом, а также инвестиции иностранных инвесторов в российскую экономику зависят от ситуации на мировых финансовых рынках, в том числе в странах с формирующимися рынками, и сравнительной привлекательности российских финансовых активов по отношению к другим странам. Банк России формирует макроэкономический прогноз, учитывая многостороннее влияние

мер экономической политики в развитых и развивающихся странах на ситуацию в российской экономике.

- **Информационная открытость**

Повышение понимания и доверия общества к проводимой денежно-кредитной политике Банка России в целях формирования предсказуемой экономической среды. Информационная открытость в области денежно-кредитной политики направлена на повышение понимания обществом и его доверия к проводимой денежно-кредитной политике, формирование предсказуемой экономической среды для всех участников экономических отношений. Понимание проводимой денежно-кредитной политики и доверие к ней, в свою очередь, способствуют повышению ее действенности и поддержанию ценовой стабильности. Если население и бизнес уверены в сохранении низкой стабильной инфляции, 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. Кроме того, понимание решений центрального банка и его информационных сигналов ведет к более быстрому и корректному их учету субъектами экономики при формировании ожиданий 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.

С учетом той важной роли, которую играет информационная открытость, в современной практике центральных

банков коммуникационная политика приобрела роль самостоятельного инструмента денежно-кредитной политики. Для эффективного управления ожиданиями широкого круга участников экономики необходимо не только установление количественной цели по инфляции и ее стабильное достижение с помощью решений по денежно-кредитной политике, но и активные целенаправленные усилия по донесению информации об инфляции, балансе рисков для ценовой стабильности и денежно-кредитной политике до различных аудиторий.

Особенно важное значение коммуникация центрального банка имеет 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.

При этом роль коммуникации центрального банка вырастает в периоды существенного изменения ситуации в экономике. В этих условиях подробное и оперативное информирование общества о принимаемых решениях в области денежно-кредитной политики, доступное объяснение происходящих экономических событий и их возможных последствий снижают неопределенность и вносят вклад в стабилизацию ситуации, влияя на поведение и ожидания населения, предприятий и участников финансового рынка. Так, весной 2020 года после серьезного ухудшения ситуации в мировой и российской экономике из-за пандемии коронавируса Банк России применил дополнительные, более оперативные

форматы коммуникации. В частности, в апреле-мае 2020 года проводились еженедельные пресс-конференции Председателя Банка России по текущей экономической ситуации. Также выпускался аналитический обзор «Финансовый пульс», где затрагивались в том числе вопросы денежно-кредитной политики.

Оперативность и полнота раскрытия информации в области денежно-кредитной политики. В рамках политики информационной открытости Банк России прежде всего 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 о характере и основаниях принятого решения. На регулярной основе после решений по ключевой ставке также проводится пресс-конференция Председателя Банка России, транслируемая в прямом эфире. Банк России перешел к практике проведения пресс-конференции Председателя Банка России после каждого заседания Совета директоров в период роста экономической неопределенности весной 2020 года, а затем принял решение сохранить эту практику в будущем. Теперь таких пресс-конференций будет восемь за год, а не четыре, как прежде. Это позволит более регулярно давать дополнительные комментарии о принятом Советом директоров Банка России решении по ключевой ставке.

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 публикуется и Доклад о денежно-кредитной политике, где подробно раскрываются оценки Банком России текущей экономической ситуации и среднесрочного прогноза, на основании которых принимаются решения о ключевой ставке. Банк России принял решение о расширении коммуникации макроэкономического прогноза, включая публикацию траектории ключевой ставки. Форматы данной коммуникации Банк России выработает в ближайшей перспективе.

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

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

Банк России стремится шире освещать региональные экономические тенденции. В этих целях в дополнение к информационно-аналитическим комментариям об инфляции в федеральных округах Банк России с осени 2020 года начал публиковать комментарии об инфляции в каждом из российских регионов. Теперь анализ динамики потребительских

цен представлен на всех трех уровнях: страны в целом, федеральных округов и на уровне отдельных регионов. Разрабатываются подходы и формат выхода комплексной информации об экономической ситуации в регионах.

Банк России увеличивает частоту и информативность выступлений, интервью и количество публикаций, а также задействует как уже ставшие традиционными каналы коммуникации, такие как круглые столы и коммуникационные сессии с бизнесом и органами власти во всех российских регионах, очные интервью в средствах массовой информации и открытые лекции в вузах, так и новые технологии удаленной связи. В частности, в условиях пандемии коронавируса значительно выросла роль дистанционных форматов взаимодействия с различными аудиториями.

При этом 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. В целях расширения охвата коммуникации и повышения ее адресности Банк России активно развивает присутствие в социальных сетях.

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.

ВРЕЗКА 1

ПОЧЕМУ БАНК РОССИИ СТРЕМИТСЯ ПОДДЕРЖИВАТЬ ИНФЛЯЦИЮ ВБЛИЗИ 4%

Целевой уровень инфляции 4% выбран Банком России с учетом особенностей ценообразования и структуры российской экономики. 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%. Постоянное поддержание инфляции в России вблизи этих значений мерами денежно-кредитной политики сильно затруднено из-за недостаточной развитости рыночных механизмов и отраслевой диверсификации экономики.

Наряду с указанными факторами, выбор в пользу 4% продиктован необходимостью минимизации рисков возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров. В условиях существующей структуры российской экономики изменение цен на различные группы товаров происходит неравномерно, в потребительской корзине довольно высока доля товаров и услуг, цены на которые могут сильно колебаться. Поэтому 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. Так, в ожидании снижения цен потребители будут склонны откладывать потребление на будущее. Снижение внутреннего спроса в свою очередь будет оказывать дополнительное понижательное 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 в России должен устанавливаться с некоторым «запасом».

ВРЕЗКА 2 НЕЙТРАЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

Нейтральная ставка (natural rate of interest, neutral interest rate, equilibrium interest rate) является одним из ключевых понятий макроэкономической теории с того момента, когда его впервые ввел Кнут Виксель в 1898 году.

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 которой данная экономика (1) устойчиво находится в состоянии полной занятости (выпуск равен потенциальному) и (2) 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.

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

- **Темп роста совокупной факторной производительности.** 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.
- **Демография.** Состав населения и динамика численности – как общая, так и отдельных возрастных групп – влияет и на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и на норму сбережений. Так, при увеличении доли средних возрастов в структуре населения с более высокой нормой сбережений нейтральная ставка будет снижаться.
- **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.
- **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 (Bank of England (2018), Brainard (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.

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 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 повлечь существенное отклонение инфляции от цели вверх (вниз), центральный банк должен будет установить ключевую ставку выше (ниже) нейтральной, чтобы способствовать возвращению инфляции к цели.

К сожалению, 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 основана на использовании макроэкономических моделей, которые опираются на структурные взаимосвязи ключевых экономических переменных (выпуск, инфляция, ставка, обменный курс) и на основе их прошлой динамики дают интервал оценок для ненаблюдаемых величин, в том числе для нейтральной ставки. Для получения надежных оценок этими методами 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 значительными 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, важно подчеркнуть, что хотя уровень нейтральной ставки – это весьма важное понятие для макроэкономического анализа в целом и денежно-кредитной политики в частности, эмпирически его определить можно только весьма приблизительно. Более того, этот уровень не постоянен и меняется по мере изменения структуры экономики, в частности факторов, перечисленных выше, адаптации экономических агентов к режиму таргетирования инфляции.

Большой разброс оценок уровня нейтральной ставки и их неустойчивость являются одними 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 ДКП, 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) – 1,0–3,2% (различные модели), IMF (2019) – 1–3% (различные модели), Isakov (2019) – 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% (см. врезку «Нейтральная процентная ставка» в ОНЕГДКП 2020–2022 гг.). В 2020 году оценка Банка России долгосрочной реальной нейтральной ставки сместилась в нижнюю половину диапазона внешних оценок. Произошло это по нескольким причинам. Во-первых, вследствие ожиданий относительно долгосрочных последствий эпидемии коронавируса для мировой экономики снизилась оценка долгосрочной нейтральной внешней ставки: например, центральная тенденция оценки долгосрочной реальной ставки из опросов FOMC² в сентябре 2020 года составила около 0,25–0,5%³ по сравнению с 0,75–1,0% в июне 2018 года, а реальная доходность 5-летних казначейских облигаций США упала с 0,7% в среднем в 2018 году до -0,7% в среднем с начала 2020 года. Во-вторых, равновесная страновая риск-премия для России также снизилась до 100–150 б.п., отражая снижение зависимости российской экономики от динамики цены на нефть в условиях действия бюджетного правила и режима инфляционного таргетирования. Таким образом, долгосрочная нейтральная процентная ставка оценивается в настоящее время в 1,0–2,0% (что соответствует нейтральной процентной ставке в 5,0–6,0% при целевом значении инфляции в 4,0%).

Список литературы

1. Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России/Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2016. № 13.
2. Bank of England. Inflation Report/August 2018.
3. 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.
4. International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019 Article IV Consultation.
5. Isakov A., Latypov R. The Ibsen Manoeuvre: Yet Another R* Estimate/VTB Capital Research Alert, (Very) Technical Brief series. 15 July 2019.
6. Holston K., Laubach T., Williams J. Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants/NBER Working Paper. 2016. № 11.

² Федеральным комитетом по операциям на открытом рынке ФРС США.

³ При ожидаемой инфляции (PCE) в 2% на долгосрочном горизонте.

2. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2020–2023 ГОДАХ

Экономические тенденции начала 2020 года в целом соответствовали предпосылкам, заложенным в базовом сценарии, представленном в ОНЕГДКП 2020–2022 гг. По итогам I квартала 2020 года ВВП увеличился на 1,6% в годовом выражении, потребительская активность и инвестиции в основной капитал находились на восходящем тренде. Однако уже в конце I квартала 2020 года российская экономика, как и весь мир, столкнулась с пандемией коронавируса, вызвавшей беспрецедентную комбинацию внешних и внутренних шоков. Согласно оценке Росстата, в II квартале 2020 года снижение ВВП составило 8,0%, потребительские и инвестиционные расходы заметно сократились.

Пандемия все еще влияет на жизнь людей и активность предприятий по всему миру, и ее продолжительность по-прежнему трудно предсказать. Учитывая масштабы происходящих изменений, а также существенное снижение зависимости российской экономики от цены на нефть, в этом году при анализе сценариев макроэкономического развития Банк России исходил из предпосылок о влиянии распространения коронавируса на экономику, а не из предположений о возможной траектории цены на нефть, как это было в предыдущие годы. Цена на нефть остается в сценариях одним из факторов, учитываемых в комплексе с другими, в том числе с объемом добычи. Банк России представляет четыре сценария развития российской экономики на среднесрочном горизонте: базовый сценарий, а также три альтернативных, отражающих возможные риски для базового сценария.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

Табл. 1

	2019 (факт)	Базовый			
		2020	2021	2022	2023
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	3,0	3,9–4,2	3,5–4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	4,5	3,2–3,3	3,3–4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	1,3	-(4,0–5,0)	3,0–4,0	2,5–3,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	2,4	-(6,2–7,2)	4,2–5,2	3,0–4,0	2,1–3,1
– домашних хозяйств	2,5	-(9,5–10,5)	5,3–6,3	3,7–4,7	2,5–3,5
Валовое накопление	3,8	-(7,8–10,8)	3,1–5,1	4,2–6,2	3,0–5,0
– основного капитала	1,5	-(7,8–9,8)	3,3–5,3	4,5–6,5	3,2–5,2
Экспорт	-2,3	-(5,1–7,1)	-0,8–1,2	3,6–5,6	2,0–4,0
Импорт	3,4	-(18,0–21,0)	3,9–5,9	8,4–10,4	4,9–6,9
Денежная масса в национальном определении	9,7	14–17	8–12	7–11	7–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте*	10,1	9–12	7–11	7–11	7–11
– к организациям	7,1	8–11	6–10	6–10	6–10
– к населению	19	13–16	12–16	10–14	10–14

* Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыми ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.
Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ*
(млрд долл. США)

Табл. 2

	2019 (факт)	Базовый			
		2020	2021	2022	2023
Счет текущих операций	65	33	32	18	30
Торговый баланс	165	88	99	100	126
Экспорт	420	316	331	353	400
Импорт	255	228	232	253	274
Баланс услуг	-36	-14	-24	-38	-51
Экспорт	63	44	48	52	57
Импорт	99	59	71	90	109
Баланс первичных и вторичных доходов	-64	-41	-43	-44	-45
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	65	33	32	18	30
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-4	49	30	17	11
Сектор государственного управления и центральный банк	-23	-4	-5	-4	-4
Частный сектор	19	53	35	20	15
Чистые ошибки и пропуски	-2	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	66	-16	2	1	19
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	64	41	45	45	50

* 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.

Табл. 3

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ СЦЕНАРИЕВ (приrost в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2019 (факт)	2020 (прогноз)	Проинфляционный			Дезинфляционный			Рисковый		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	3,0	3,9–4,2	4,5–5,0	4,0	4,0	3,5–4,0	2,0–3,0	3,0–4,0	5,5–6,5	2,0–3,0	2,5–3,5
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	4,5	3,2–3,3	4,2–4,9	4,0–4,5	4,0	3,5–4,2	2,5–3,5	2,3–3,3	5,2–6,4	2,7–3,7	2,1–3,1
Валовой внутреннего продукт	1,3	(4,0–5,0)	2,5–3,5	1,5–2,5	1,0–2,0	1,0–2,0	2,0–3,0	1,5–2,5	-0,5–0,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	2,4	(6,2–7,2)	4,3–5,3	2,7–3,7	1,2–2,2	2,3–3,3	3,0–4,0	2,5–3,5	2,0–3,0	2,2–3,2	2,0–3,0
– домашних хозяйств	2,5	(9,5–10,5)	5,3–6,3	3,2–4,2	1,4–2,4	2,7–3,7	3,8–4,8	3,2–4,2	2,1–3,1	2,7–3,7	2,5–3,5
Валовое накопление	3,8	(7,8–10,8)	1,3–3,3	1,9–3,9	0,3–2,3	-0,2–1,8	5,6–7,6	4,1–6,1	(10,0–12,0)	6,1–8,1	4,0–6,0
– основного капитала	1,5	(7,8–9,8)	3,2–5,2	3,6–5,6	1,0–3,0	0,3–2,3	3,7–5,7	3,5–5,5	(0,1–2,1)	2,9–4,9	2,5–4,5
Экспорт	-2,3	(-5,1–7,1)	-1,9–0,1	3,1–5,1	1,1–3,1	(-4,5–6,5)	2,3–4,3	0,1–2,1	(-7,8–9,8)	0,6–2,6	0,8–2,8
Импорт	3,4	(18,0–21,0)	3,6–5,6	8,2–10,2	2,8–4,8	(-3,2–5,2)	10,2–12,2	7,7–9,7	(14,3–16,3)	10,9–12,9	6,5–8,5
Денежная масса в национальном определении	9,7	14–17	8–12	7–11	6–10	6–10	6–10	6–10	4–8	5–9	6–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте*	10,1	9–12	6–10	6–10	6–10	5–9	6–10	7–11	2–6	4–8	6–10
– к организациям	7,1	8–11	5–9	5–9	5–9	4–8	5–9	6–10	3–7	3–7	4–8
– к населению	1,9	13–16	11–15	9–13	9–13	8–12	9–13	10–14	2–6	7–11	9–13

* Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долговые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднесрочному гическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

Источник: Банк России.

Табл. 4
ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ СЦЕНАРИЕВ (млрд долл., США)

	2019 (факт)	2020 (прогноз)	Проинфляционный			Дезинфляционный			Рисковый		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Счет текущих операций	65	33	3	-5	-1	7	2	-1	11	0	-2
Торговый баланс	165	88	65	75	87	64	70	77	54	52	59
– Экспорт	420	316	291	314	339	264	294	322	220	243	263
– Импорт	255	228	225	240	252	201	224	245	166	191	204
Баланс услуг	-36	-14	-23	-39	-47	-17	-28	-38	-12	-19	-27
– Экспорт	63	44	48	51	54	46	48	50	42	44	46
– Импорт	99	59	71	90	101	63	76	88	54	63	73
Баланс первичных и вторичных доходов	-64	-41	-39	-40	-41	-39	-40	-40	-30	-32	-34
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	65	33	3	-5	-1	7	2	-1	11	0	-2
Финансовый счет (кроме резервов активов)	-4	49	19	8	1	26	14	-9	49	31	14
Сектор государственного управления и центральный банк	-23	-4	-2	-3	-4	0	-2	-4	3	0	0
Частный сектор	19	53	20	10	5	25	15	-5	45	30	15
Чистые ошибки и пропуски	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	66	-16	-16	-13	-1	-19	-11	8	-37	-31	-17
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	64	41	35	38	41	35	40	45	25	30	35

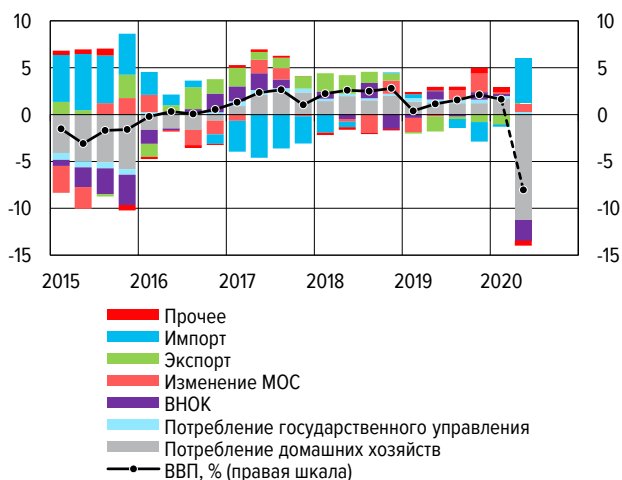
* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБб). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

Примечание: из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
(вклад в годовой прирост, п.п.)

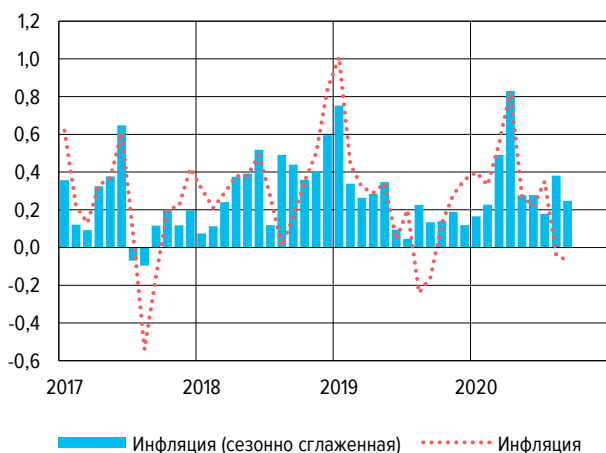
Рис. 2.1.1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ
(прирост в % к предыдущему месяцу)

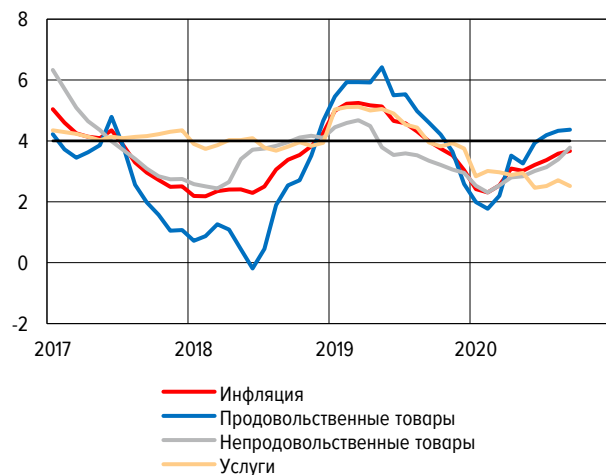
Рис. 2.1.2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ И ЕЕ КОМПОНЕНТЫ
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.1.3



Источник: Росстат.

2.1. ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ В 2020 ГОДУ

В январе-сентябре 2020 года развитие большинства стран мира происходило в условиях распространения новой коронавирусной инфекции. Для противодействия эпидемии в первой половине года многие страны пошли на беспрецедентные меры – введение ограничений на передвижение людей и работу предприятий. Это привело к временному, но глубокому и резкому снижению предложения и сжатию спроса в феврале-апреле 2020 года. Ослабление мировой экономической активности привело к падению мировых цен на нефть, которые в этот период обновили минимальные значения за последние 18 лет. Дополнительным фактором стало увеличение предложения нефти вследствие прекращения действия договоренностей ОПЕК+ в начале марта.

На мировых финансовых рынках в I квартале 2020 года произошел скачок волатильности, связанный с крайне высоким уровнем неопределенности относительно последствий пандемии и принимаемых ограничительных мер. Увеличение спроса на защитные активы в феврале-марте привело к значительному ослаблению большинства валют, включая российский рубль, к доллару США. В апреле-мае снижение курса рубля отчасти было нивелировано, чему способствовали стабилизация на мировых финансовых рынках и продажа валюты в рамках механизма бюджетного правила, а также от сделки по продаже пакета

акций ПАО Сбербанк¹. Сохранение ключевой ставки Банка России неизменной 20 марта, а также сигнал о краткосрочном характере проинфляционных рисков и наличии пространства для смягчения денежно-кредитной политики создали условия для быстрого обратного движения кривых доходности.

В мае-августе 2020 года экономическая активность в мировой экономике была неоднородной. В развитых странах она преимущественно восстанавливалась, что привело к пересмотру вверх оценок динамики их ВВП на 2020 год. Поддержку экономике оказали меры правительств и чрезвычайно быстрое и масштабное смягчение денежно-кредитной политики как посредством снижения ставок, так и путем расширения масштабов операций количественного смягчения и спектра применяемых финансовых инструментов. В сентябре эпидемиологическая ситуация ухудшилась в значительной части стран, что привело к росту опасений повторного введения карантинных мер и ухудшению динамики на мировых финансовых и товарных рынках.

Возобновление с мая сделки ОПЕК+ по ограничению добычи нефти способствовало восстановлению мировых цен на нефть. В летние месяцы поддержку ценам энергоносителей оказывали оживление мирового спроса и снижение добычи нефти в США. Несмотря на смягчение ограничений в рамках соглашения ОПЕК+ в августе, добыча возросла меньше, чем ожидалось, что поддержало цены на нефть и также способствовало их умеренному росту. В сентябре-октябре эта

тенденция развернулась: опасения замедления мирового спроса, а также восстановление добычи в Ливии оказали понижающее давление на цены. Средний уровень цены на нефть марки Urals в сентябре-октябре составил 40,9 доллара США за баррель².

Рубль в мае-июне продолжил укрепляться под действием общей тенденции к росту валют РФ и существенного снижения импорта услуг. Однако с середины июня тенденция развернулась. Понижающее давление на курс рубля оказало снижение экспорта в условиях ограничения добычи в рамках ОПЕК+, а также конвертация дивидендов и продажи ОФЗ со стороны иностранных инвесторов. Напряжение напряженности геополитической ситуации, увеличение санкционных рисков для России, повышенный отток капитала, связанный с погашением внешней задолженности, а также снижение спроса на риск в мире привели к повышению волатильности российских фондовых индексов и дополнительному понижающему давлению на курс рубля в августе-октябре.

Денежно-кредитные условия в российской экономике в июне-сентябре смягчились. Существенное снижение ключевой ставки Банка России в апреле-июле (в совокупности на 1,75 п.п.) в сочетании с сигналами о возможности дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики создали условия для уменьшения ставок и доходностей государственных и корпоративных облигаций. Наряду со снижением ставок по своим продуктам банки смягчали и неценовые условия кредитования. Значимый эффект на динамику кредитного рынка оказало действие программ льготного кредитования, в особенности предоставление ипотеки под 6,5% годовых.

¹ Банк России в марте-апреле 2020 года проводил упреждающие продажи валюты в рамках механизма бюджетного правила, в марте-мае – продажи валюты в рамках сделки по продаже Правительству Российской Федерации пакета акций ПАО Сбербанк за счет средств ФНБ, в апреле-октябре – продажи валюты в рамках бюджетного правила (подробнее – см. врезку 4 «Операции Банка России на валютном рынке»).

² Оценка по состоянию на 22 октября 2020 года.

Что касается деловой активности в России, то последствия распространения коронавируса начали сказываться на ней только в конце I квартала 2020 года. В январе-феврале 2020 года наблюдался рост производственной и потребительской активности. По итогам I квартала 2020 года ВВП увеличился на 1,6% в годовом выражении. Положительную динамику в этот период демонстрировали также инвестиции в основной капитал, в том числе благодаря активизации капитальных расходов федерального бюджета.

В апреле тенденции кардинально изменились. Ограничительные меры негативно отразились на производственной и потребительской активности. В наибольшей мере пострадали виды деятельности, связанные с перевозками, а также потребительским спросом. Исключение составили отдельные сегменты: торговля продуктами питания, товарами первой необходимости и лекарствами, предоставление услуг по доставке, интернет-торговля.

Значительную часть потерь для населения, бизнеса и экономики в целом удалось компенсировать при помощи мер Правительства Российской Федерации и Банка России. По оценкам Банка России, антикризисные меры по поддержке потребительского спроса в II квартале 2020 года составили около 0,8 трлн рублей (см. врезку 6 «Меры Банка России и Правительства Российской Федерации для преодоления экономических последствий пандемии коронавирусной инфекции»).

По оценке Росстата, в II квартале 2020 года снижение ВВП составило 8,0% (рис. 2.1.1). Наибольший вклад в сокращение ВВП внесло снижение потребления домашних хозяйств. Оно стало результатом уменьшения реальных располагаемых доходов населения на 8,4%, а так-

же значительного сжатия розничной торговли и сектора услуг. Неопределенность развития экономической ситуации в мире и в России, а также нехватка импортных комплектующих привели к падению инвестиций в основной капитал в II квартале на 7,6%. При этом, несмотря на временный разрыв производственных и логистических цепочек, спрос сократился сильнее, чем производство, в результате чего запасы материальных оборотных средств возросли, что внесло положительный вклад в динамику ВВП. Экспорт в II квартале 2020 года сложился вблизи уровня соответствующего квартала 2019 года. Сжатие внешнего спроса и снижение добычи в рамках договоренностей ОПЕК+ было компенсировано эффектом низкой базы 2019 года из-за загрязнения нефтепровода «Дружба», а также перераспределением добытой нефти от внутреннего потребления к экспорту. Значительное снижение производственной активности в первом полугодии 2020 года привело к уменьшению потребности работодателей в рабочей силе и снижению занятости.

В начале III квартала в условиях смягчения ограничений как в зарубежных странах, так и в России деловая активность в российской экономике восстанавливалась, преимущественно за счет отраслей, ориентированных на внутреннее потребление. Однако в сентябре восстановление приостановилось. Снижился выпуск инвестиционных товаров, как стройматериалов, так и машиностроительной продукции, что может указывать на сжатие инвестиционной активности в ближайшие месяцы. Восстановление потребительской активности замедлилось: розничные продажи снизились, преимущественно за счет продовольствия. Объем платных услуг возрос, однако остался вблизи исторических минимумов. В условиях ухудшения эпидемиологической

ситуации и сжатия бюджетного импульса потребительская активность к концу года может снизиться. По итогам 2020 года ВВП, по оценкам Банка России, сократится на 4,0–5,0%.

Основную роль в формировании ценовой динамики с марта 2020 года играли разовые немонетарные факторы, связанные с распространением пандемии в мире и России (подробнее см. Приложение 4 «Немонетарные факторы инфляции в 2020 году: влияние ограничений, связанных с пандемией»). Ослабление рубля из-за ухудшения внешнеэкономических условий привело в марте к формированию проинфляционного давления. Введение противоэпидемических ограничений в российских регионах и их последующее смягчение отразились на повышении размаха ценовых колебаний (рис. 2.1.2).

С мая усилилось влияние слабого спроса, наметилась тенденция к снижению месячного прироста цен (SA). Од-

нако годовая инфляция продолжила повышаться из-за эффекта базы, в первую очередь в динамике цен на продовольствие (рис. 2.1.3). В сентябре она составила 3,67%.

Наращение ценовой волатильности негативно отражалось на инфляционных ожиданиях домохозяйств и предприятий. В сентябре их уровень оставался повышенным. Прогнозы инфляции на 2020–2021 годы от профессиональных аналитиков сохранялись заякоренными на цели Банка России (вблизи 4%).

До конца 2020 года дезинфляционное влияние снижения доходов и спроса будет ключевым фактором динамики цен. Месячные темпы роста потребительских цен прогнозируются на невысоком уровне. Тем не менее годовая инфляция будет расти вследствие выхода из расчета низких значений второго полугодия 2019 года и по итогам 2020 года составит 3,9–4,2%.

МАТРИЦА СЦЕНАРИЕВ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

СПРОС		ПРЕДЛОЖЕНИЕ	
Устойчивое восстановление	Долгое и неустойчивое восстановление	Умеренное снижение потенциала	Глубокое снижение потенциала
<p>БАЗОВЫЙ</p> <p><i>Внешние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Ослабление эпидемиологических рисков Плавное восстановление цен на нефть до 50 долл. США/барр. (снятие ограничений в рамках ОПЕК+ в соответствии с первоначальными договоренностями) Некоторый рост кредитных спредов во второй половине 2020 г. и последующее плавное их снижение <p><i>Внутренние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Постепенная бюджетная консолидация в соответствии с текущими оценками (возвращение к бюджетному правилу в 2022 г.) Устойчивое восстановление потребительской активности домохозяйств (сопоставимое с другими посткризисными эпизодами) Плавное восстановление инвестиционной активности 	<p>ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ</p> <p><i>Внешние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Затяжной характер эпидемии (новые эпизоды, сохранение частичных ограничений) Снижение цен на нефть в 2021 г. к 35 долл. США/барр. и постепенное восстановление до 50 долл. США/барр. после 2023 г. (продление ограничений в рамках ОПЕК+) Более сильный (чем в базовом) рост кредитных спредов и последующее плавное их снижение со второй половины 2021 г. <p><i>Внутренние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Траектория бюджетной консолидации как в базовом сценарии Консерватизм в потребительских предпочтениях, слабая потребительская активность, рост склонности к сбережению Более медленное (чем в базовом) восстановление инвестиционной активности, перенос инвестиционных планов на более отдаленный временной горизонт 	<p>ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ</p> <p><i>Внешние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Ослабление эпидемиологических рисков Снижение цен на нефть к 35 долл. США/барр. в 2021 г. и их плавное восстановление к новому равновесному уровню 41 долл. США/барр. (снятие ограничений в рамках ОПЕК+ в соответствии с первоначальными договоренностями) Некоторый рост кредитных спредов в 2020–2021 гг. и более медленное (чем в базовом) их снижение <p><i>Внутренние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Более мягкая (чем в базовом) бюджетная консолидация Устойчивое восстановление потребительской активности домохозяйств в 2021 г. и последующее замедление роста Более медленное (чем в базовом) восстановление инвестиционной активности, пересмотр и частичный отказ от ранее запланированных инвестиционных планов 	<p>РИСКОВЫЙ</p> <p><i>Внешние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Затяжной характер эпидемии (новые эпизоды, сохранение частичных ограничений) Существенное снижение цен на нефть и их медленное восстановление до 35 долл. США/барр. (продление ограничений в рамках ОПЕК+) Значительный рост кредитных спредов в условиях обострения долговых проблем в развивающихся экономиках и геополитических рисков, в том числе связанных с глобальным протекционизмом <p><i>Внутренние предпосылки</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Более мягкая (чем в базовом) бюджетная консолидация Подавленные потребительские настроения, слабая потребительская активность домохозяйств Крайне медленное восстановление инвестиционной активности, существенный пересмотр (сдвиг во времени) и частичный отказ от ранее запланированных инвестиционных планов

ВРЕЗКА 3

ВЛИЯНИЕ ПАНДЕМИИ КОРОНАВИРУСА НА ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ВЫПУСК

Продолжительные экономические кризисы не только ухудшают экономические показатели в момент кризиса, но и могут приводить к снижению долгосрочной траектории развития экономики или, другими словами, траектории ее **потенциального выпуска**. Потенциальный выпуск – это совокупный уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. В практике центральных банков релевантной концепцией потенциального выпуска является уровень выпуска, не создающий про- или дезинфляционного давления, то есть такой уровень, при котором в отсутствие новых шоков инфляция находится на целевом уровне. Потенциальный выпуск не статичен, а изменяется в зависимости от динамики факторов производства (например, роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового оборудования), поэтому еще одна характеристика экономики – темп роста потенциального выпуска, или скорость, с которой со временем меняется уровень потенциального выпуска.

Пандемия коронавируса и связанные с ней ограничения вызвали масштабный экономический кризис по всему миру. По прошествии нескольких месяцев можно констатировать, что этот экономический кризис оказался гораздо более продолжительным и более серьезным по своим последствиям, чем это оценивалось в начале года. Во многих странах, в том числе в России, пандемия привела, помимо сокращения спроса, к сильным шокам предложения, которые вызвали падение как уровня потенциального выпуска, так и, возможно, темпов его роста. Еще одно отличие этого кризиса от предшествующих – в большой неопределенности относительно времени, требуемого для эффективного устранения рисков, вызванных коронавирусом. Как следствие, на глубину падения уровня и темпа роста потенциального выпуска после полной отмены ограничений будут влиять устойчивость остаточных явлений, наблюдающихся в инвестиционном и потребительском поведении, а также индивидуальных стратегиях населения трудоспособного возраста на рынке труда.

На потенциальный выпуск российской и мировой экономики пандемия повлияла по нескольким основным каналам.

Мировая торговля и производственные цепочки. Мировая торговля, уже до коронавируса испытывавшая трудности на фоне международных торговых споров и роста протекционизма, вследствие пандемии сократилась еще более заметно. Глобальные цепочки добавленной стоимости оказались нарушенными, а в организации трансграничных поставок неожиданно обнаружилась уязвимость. Компании, столкнувшиеся с трудностями во время пандемии, будут стремиться обезопасить себя от аналогичных рисков в дальнейшем, что может привести к поиску контрагентов, более близких географически, а также к диверсификации портфеля контрактов. В долгосрочной перспективе такие процессы могут привести к фрагментации и разобщенности научно-исследовательских и конструкторских разработок, которые сейчас нередко ведутся консорциумами предприятий из разных стран. Как следствие, скорость международного технологического обмена, способствующего повышению эффективности производства и повышению производительности труда, может снизиться. Поскольку обновление технологий является одним из ключевых факторов роста потенциального выпуска в современной экономике, нарушение устоявшихся практик взаимодействия и кооперации может внести заметный отрицательный вклад в посткризисное восстановление.

Факторы производства. Введенные ограничения и неопределенность относительно их отмены повлияли на основные факторы производства, вносящие вклад в потенциальный выпуск, – труд и капитал.

С одной стороны, возвращение многих предприятий к привычной работе указывает на то, что реализовавшийся шок предложения мог быть кратковременным и влияния на потенциальный выпуск удалось избежать, – имеющиеся мощности лишь временно не были задействованы в производстве и не потеряли своих производственных качеств за период простоя. С другой стороны, ограничения еще продолжают действовать в ряде отраслей (особенно в сферах туризма, развлечений, рекреации и некоторых персональных услуг), поэтому некоторые предприятия могут не открыться вновь, некоторые будут проходить через процедуру реструктуризации, целому ряду отраслей придется адаптироваться к обеспечению требований по физическому дистанцированию. Кроме того, ограничительные меры вынудили многих работодателей сократить штат и уволить часть сотрудников. Как следствие, производительная сила, а также человеческий и интеллектуальный капитал таких предприятий будут ослаблены, что приведет к снижению уровня потенциального выпуска.

Уволенные работники могут столкнуться с выбором: продолжать искать работу в своей сфере деятельности (в том числе в другом регионе), попробовать ее сменить или в принципе перестать искать работу. В случае смены места жительства или сферы деятельности работник, возможно, окажется в периоде длительной безработицы, что может привести к частичной утрате знаний и навыков. Потеря накопленных знаний и навыков ухудшает человеческий капитал, что отрицательно влияет на потенциальный выпуск. В случае если работник выбирает вариант прекратить искать работу (например, сознательно отказавшись от ее поисков из-за сузившегося рынка или опасения подвергаться риску заражения при наличии дополнительных заболеваний), то численность рабочей силы может сократиться, что также окажет отрицательное влияние на потенциальный выпуск.

Сохраняющиеся ограничения на въезд в страны также будут ограничивать приток мигрантов, поэтому часть капитала, опирающаяся на эти трудовые ресурсы, окажется незадействованной, что может привести к его постепенному устареванию.

В то же время значимой компенсацией негативного влияния пандемии может быть ускоренное развитие цифровых технологий, способствующих повышению как эффективности существующих бизнес-моделей, так и производительности труда. Однако рабочей силе потребуется время, чтобы нарастить нужные квалификации (особенно это касается уволенных работников, желающих сменить профессию), поэтому на рынке труда может сформироваться дисбаланс, усиливающий негативное влияние отдельных факторов на потенциальный выпуск: несмотря на большое количество людей, ищущих работу, предприятия будут испытывать нехватку кадров нужной квалификации.

Возможные волны роста заболеваемости и введение дополнительных ограничений также могут еще больше препятствовать перераспределению факторов производства между отраслями экономики.

Ожидания и поведение. Экономический кризис, вызванный пандемией коронавируса, отличается от традиционных циклических колебаний вероятным наличием остаточных явлений – ситуаций, когда даже после снятия ограничений поведение экономических агентов остается под влиянием неопределенности и неуверенности в завтрашнем дне. Длительность пандемии, отсутствие эффективных лекарств и подтвержденной вакцины от вируса могут привести к изменениям в потребительском и инвестиционном поведении, которые будут влиять на объем и качество задействованных в экономике мощностей.

Домохозяйства могут продолжать соблюдать физическую дистанцию из предосторожности и ограничивать себя в тратах, не возвращаясь к привычным до пандемии моделям потребления, в связи с опасениями возможного сокращения источников доходов.

Предприятия будут откладывать и отменять ранее запланированные инвестиционные проекты, в том числе из-за их меньшей актуальности ввиду изменившихся потребительских предпочтений. Инвестиции в новые производственные мощности также могут оставаться на пониженном уровне в силу общей неопределенности и меняющихся требований, связанных с обеспечением защитных мер для клиентов и сотрудников.

Опасения относительно новой волны распространения коронавируса или другой инфекции, а также волатильность на мировых финансовых рынках способны усиливать отмеченные тенденции.

При анализе возможных сценариев развития российской экономики Банк России исходил из предположения, что интенсивность влияния описанных выше каналов различна: в случае базового и дезинфляционного сценариев отрицательное влияние меньше, чем в проинфляционном и рисковом сценариях.

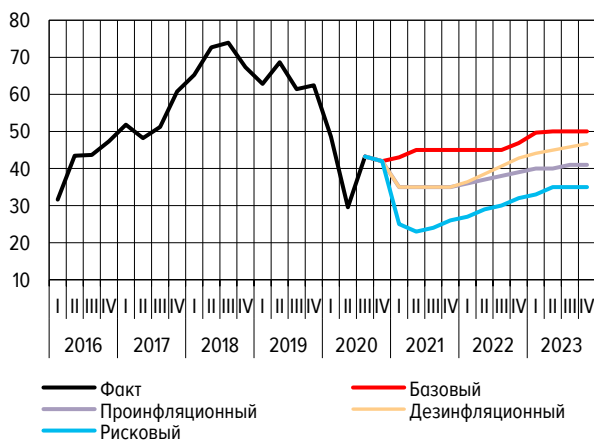
Еще один канал, влияющий в первую очередь на потенциальный выпуск российской экономики, можно обозначить как баланс спроса и предложения на рынке нефти. Распространение коронавируса привело к сокращению экономической активности по всему миру, что, в свою очередь, вызвало снижение цен на нефть. Соглашение ОПЕК+ позволило восстановить уровень нефтяных цен, однако при этом экономика фактически недоиспользует имеющийся производственный потенциал в добыче, и уровень потенциального выпуска на время действия соглашения снижается. Более продолжительное и масштабное распространение коронавируса, заложенное в дезинфляционном и рисковом сценариях, может привести к повторному (частичному) введению жестких ограничений или длительному сохранению текущих ограничительных мер (в частности, в ряде отраслей, оказывающих существенное влияние на нефтяные цены, – например, в авиатранспортной отрасли). В таком случае цена на нефть, возможно, окажется еще ниже текущей траектории, что может привести к пересмотру соглашения ОПЕК+, еще большему сокращению добычи и, как следствие, большему отрицательному влиянию на потенциальный выпуск.

В целом, несмотря на то, что потенциальный выпуск не является статистически наблюдаемой величиной, можно утверждать, что рассмотренные выше факторы неоднородно повлияли на различные отрасли экономики. Так, наиболее значительное отрицательное влияние можно ожидать в авиатранспортной отрасли и в нефтяной промышленности, наименее заметное – в розничной торговле продовольственными товарами. Более того, в отраслях, ориентированных на развитие услуг с использованием цифровых технологий (например, электронная торговля, связь, хранение и обмен данными), потенциальный выпуск с высокой вероятностью увеличился.

Пандемия все еще остается частью экономической реальности, поэтому несмотря на то, что направленность действия описанных каналов на потенциальный выпуск российской экономики на качественном уровне можно определить, количественные оценки имеют высокую степень неопределенности.

В каждом из рассмотренных сценариев Банк России заложил разные предпосылки относительно совокупного влияния рассмотренных выше каналов на глубину падения уровня потенциального выпуска: в наименьшей степени потенциальный выпуск сократится в базовом сценарии, в наибольшей – в рисковом.

ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ* В БАЗОВОМ И АЛЬТЕРНАТИВНЫХ СЦЕНАРИЯХ (долл. США за баррель) Рис. 2.2.1



* Номинальная цена на нефть марки Urals.
Источник: расчеты Банка России.

2.2. СЦЕНАРИИ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ В 2021–2023 ГОДАХ

В 2020 году вследствие распространения коронавируса во многих странах и введения сопутствующих ограничительных мер российская экономика столкнулась с беспрецедентной комбинацией внешних и внутренних шоков, влияние которых в настоящее время сложно оценить в полной мере. Пандемия продолжается, и распространение вируса все еще остается непредсказуемым. Макроэкономические прогнозы в значительной мере зависят от различных предпосылок относительно масштабов и сроков ее окончания, а также применения соответствующих мер контроля и профилактики.

Банк России, рассматривая возможные сценарии развития российской экономики, исходил из предпосылок о влиянии пандемии на скорость восстановления спроса и устойчивость этого восстановления, а также на глубину падения потенциального выпуска, в том числе с учетом возможных отложенных эффектов из-за ограничений экономической активности (подробнее о влиянии на потенциальный выпуск см. врезку 3 «Влияние пандемии коронавируса на потенциальный выпуск»). Учитывая возможные комбинации этих предпосылок, Банк России представляет четыре сценария развития российской экономики на среднесрочном горизонте: базовый сценарий, а также три альтернативных, отражающих возможные риски для базового сценария (см. Матрицу сценариев макроэкономического прогноза Банка России). Следует подчеркнуть, что в отличие от предыдущих лет цена на нефть больше не является основной предпосылкой различия сценариев, а рассматривается в комплексе с другими факторами, в том числе с не менее значимым фактором – объемами добычи.

Более подробное описание сценариев представлено ниже. В каждом из сценариев цель Банка России – поддержание ценовой и финансовой стабильности при инфляции вблизи 4% – остается неизменной.

2.2.1. Базовый сценарий

Восстановление мировой экономики будет медленным, отрицательный разрыв внешнего выпуска сохранится до конца прогнозного горизонта

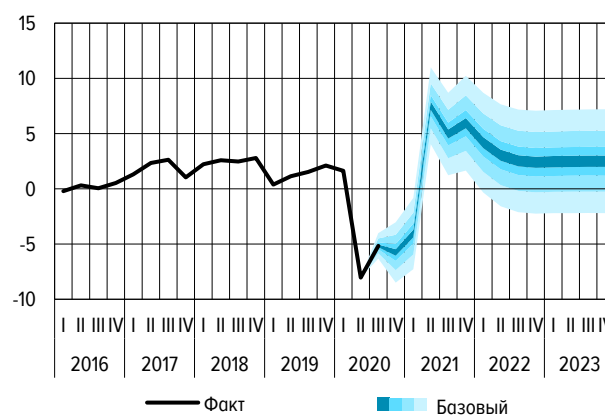
Спад мировой экономики в II квартале 2020 года оказался умеренным, а опережающие индикаторы за III квартал указывали на активную восстановительную динамику во многих странах.

В то же время рост случаев заболеваемости и повторное введение ограничительных мер в ряде стран (в частности, в странах Европы) в конце III – начале IV квартала не позволяет сделать предположение о сохранении поступательной восстановительной динамики на протяжении периода до конца 2020 года. Восстановление в 2021 году также будет сдержанным в силу сохраняющихся эпидемиологических рисков и общей неопределенности в мировой экономике.

Процессы возвращения к привычной жизни могут затянуться на много лет, а различие в возможностях адаптации стран и отраслей будет препятствовать наращиванию темпов восстановительного роста. Поиск новых бизнес-моделей в условиях изменившейся среды и потребительских предпочтений (поддержание социальной дистанции, новые потребительские практики, повышенный уровень сбережений) также будут фактором, препятствующим быстрому восстановлению.

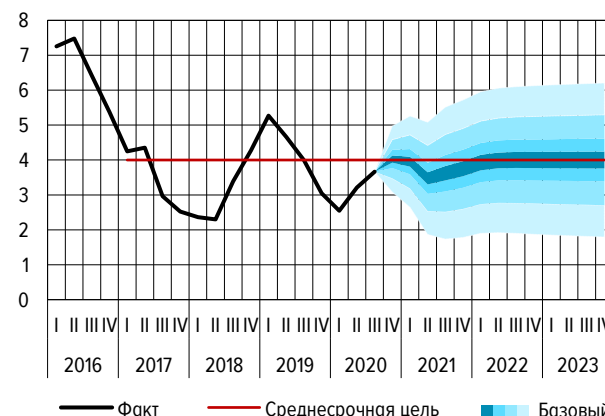
Как следствие, даже к концу прогнозного горизонта оценка Банка России предполагает сохранение отрицательного разрыва внешнего выпуска.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2.2)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП. Источник: расчеты Банка России

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2.3)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

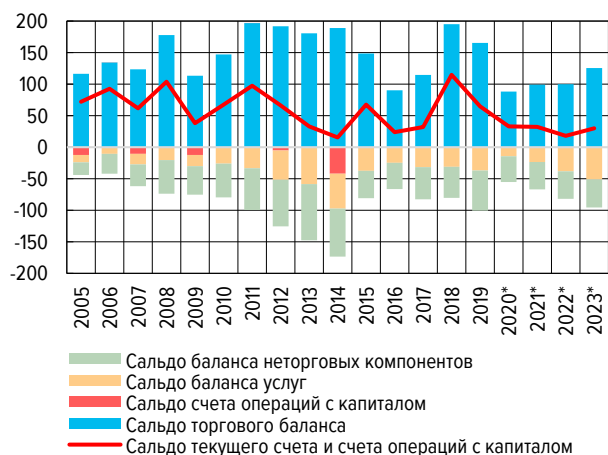


Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ СЧЕТА ТЕКУЩИХ
ОПЕРАЦИЙ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.2.4

(млрд долл. США)



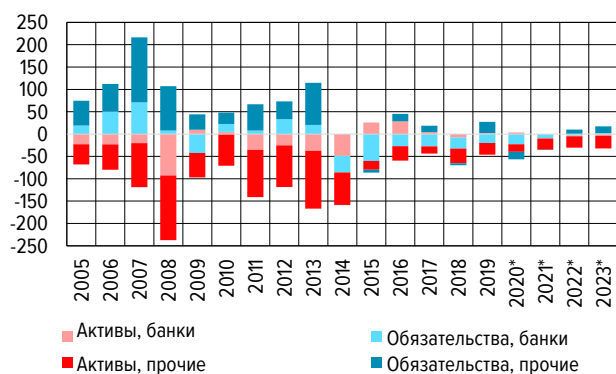
* Прогноз.

Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО
СЧЕТА ПО ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ В БАЗОВОМ
СЦЕНАРИИ

Рис. 2.2.5

(млрд долл. США)



* Прогноз.

Примечание: для активов «+» – снижение, «-» – рост; для обязательств «-» – снижение, «+» – рост.

Источник: расчеты Банка России.

Повышенная неопределенность в мировой экономике, приводящая к росту волатильности потоков капитала в странах с формирующимися рынками, может сохраняться до конца 2020 года, постепенно снижаясь к концу 2021 года

Ускорение распространения коронавируса по всему миру в конце III – начале IV квартала 2020 года способствовало росту волатильности на финансовых рынках. Сохраняющаяся неопределенность относительно скорости восстановления мировой экономики и продолжение распространения коронавируса будет удерживать риск-премии для СФР на повышенных уровнях в конце 2020 года, а с начала 2021 года начнется их постепенное снижение. Риск-премия для России будет на повышенном уровне в 2021 году в силу дополнительного влияния идиосинкратических геополитических факторов. Повышенная неопределенность и более высокие риск-премии могут приводить к большей амплитуде колебаний потоков капитала в СФР и Россию как до конца 2020 года, так и в течение 2021 года.

Начиная с конца 2021 года баланс рисков для СФР, в том числе и для России, вернется к традиционным для этих рынков уровням. Постепенное снижение риск-премий приведет к стабилизации притоков капитала в СФР.

Цены на нефть стабилизируются на уровне 45–50 долларов США за баррель в 2022–2023 годах

Выполнение сделки ОПЕК+ и восстановление мирового спроса на нефть будут способствовать постепенному росту среднегодовой цены на нефть до 45 долларов США за баррель в 2021–2022 годах и до 50 долларов США за баррель в 2023 году. При этом восстановление цен на нефть будет сдержанным в силу ожидаемого постепенного роста предложения нефти вне ОПЕК+ и ослабления

ограничений по добыче в рамках договоренностей ОПЕК+.

Российская экономика перейдет к устойчивому восстановлению в начале 2021 года и в первой половине 2022 года достигнет потенциального уровня выпуска, оставаясь на нем до конца прогнозного горизонта

В конце 2019 – начале 2020 года российская экономика росла темпами, близкими к потенциальным темпам роста при околонулевом разрыве выпуска. Пандемия привела к падению фактического выпуска России до уровня ниже потенциального.

Вышедшие к настоящему моменту оперативные данные позволяют в базовом сценарии сделать предположение о заметном ускорении квартального секвенциального темпа прироста ВВП в III квартале и его околонулевой динамики в IV квартале 2020 года. В 2021 году восстановление российской экономики продолжится.

Восстановительному росту потребительского и инвестиционного спроса будут способствовать мягкая денежно-кредитная политика и принятые в 2020 году меры Правительства Российской Федерации по поддержке населения и бизнеса. При этом поддержка со стороны бюджетной политики постепенно будет ослабевать – уже с II квартала 2021 года начнется постепенная бюджетная консолидация, и в 2022–2023 годах уровень расходов будет соответствовать параметрам бюджетного правила.

Мягкие денежно-кредитные условия и восстановление уверенности населения и компаний относительно будущих потоков доходов будут способствовать формированию стабильного спроса на кредит. Темп прироста требований банковской системы к экономике после 9–12% в 2020 году, поддерживаемый реализацией государственных программ

в рамках мер по борьбе с последствиями распространения пандемии, снизится до уровня 7–11% в 2021 году и останется на нем в дальнейшем. При этом темпы прироста требований к населению, как и до пандемии, будут расти несколько более высокими темпами (до 10–14% к 2023 году), чем требования к организациям (до 6–10%).

Вклад бюджетных операций в формирование денежного предложения будет снижаться, и к 2023 году темпы прироста денежной массы будут определяться наращиванием требований банков к экономике, составляя 7–11%.

В результате темп прироста расходов на конечное потребление домохозяйств в 2021 году составит 5,3–6,3%, в 2022 году 3,7–4,7% и в 2023 году окажется вблизи долгосрочных темпов 2,5–3,5%. Валовое накопление основного капитала будет восстанавливаться более плавно, с темпом прироста 3,3–5,3% и 4,5–6,5% в 2021 и 2022 годах соответственно, с замедлением прироста до 3,2–5,2% в 2023 году.

Возвращение на уровень выпуска, соответствующий I кварталу 2020 года, произойдет в начале 2022 года. Отрицательный разрыв выпуска вследствие консолидации расходов бюджетной системы, действия ограничений в рамках сделки ОПЕК+ и неполного восстановления внешнего спроса будет сохраняться до конца 2021 года включительно. В начале 2022 года разрыв выпуска выйдет на околонулевые значения и будет держаться на этом уровне до конца прогнозного горизонта. Соответственно, темп восстановительного роста российской экономики будет превышать потенциальный в 2021 году и будет находиться вблизи него начиная с середины 2022 года. Ускорению потенциального роста в 2023 году будет способствовать успешная реализация Правительством Российской

Федерации мер по преодолению структурных ограничений, в том числе в рамках утвержденных национальных проектов.

Инфляция стабилизируется вблизи 4% при мягкой денежно-кредитной политике

В 2020 году динамика цен складывалась под влиянием как дезинфляционных (слабый внешний и внутренний спрос), так и проинфляционных факторов (ослабление курса рубля и рост издержек компаний, в том числе вследствие необходимости соблюдения противоэпидемических мер). Согласно базовому сценарию, по итогам 2020 года инфляция сложится в диапазоне 3,9–4,2%.

В течение 2021 года вплоть до начала 2022 года будет преобладать дезинфляционное влияние слабого спроса, поквартальный темп прироста цен заметно снизится. Постепенное восстановление совокупного спроса на фоне снижения эпидемиологических рисков будет приводить к постепенному закрытию отрицательного разрыва выпуска. В сочетании с мягкой денежно-кредитной политикой это будет способствовать постепенному возвращению темпов роста цен к целевому значению 4%.

По мере восстановления российской экономики и стабилизации инфляции вблизи 4% на прогнозном горизонте Банк России будет оценивать возможные сроки и скорость перехода от мягкой к нейтральной денежно-кредитной политике, в том числе с учетом пересмотренного значения реальной нейтральной ключевой ставки с 2–3% до 1–2% годовых (подробнее об оценке нейтральной ставки см. врезку 2 «Нейтральная процентная ставка»).

Профицит счета текущих операций сократится по сравнению с 2019 годом, чистое кредитование частным сектором

России остального мира уменьшится к концу прогнозного горизонта

Существенное снижение внешнего спроса и падение цен на нефть приведут к сокращению профицита счета текущих операций в 2020 году по сравнению с 2019 годом. Некоторую поддержку российскому экспорту в январе-августе 2020 года оказал мировой спрос на золото, который заметно вырос на фоне неопределенности в мировой экономике.

Негативный эффект шока внешнего спроса на российскую экономику сохранится до конца 2020 и на протяжении большей части 2021 года. В 2022–2023 годах, помимо нормализации ситуации в мировой экономике, поддержку экспорту окажет снятие ограничений ОПЕК+.

Профицит счета текущих операций в 2020–2021 годах составит около 2%, но в 2022 году снизится до 1% в силу восстановления туристической активности (импорта по статье «Поездки») при стабильной среднегодовой цене на нефть (45 долларов США за баррель в 2021 году и в 2022 году) В 2023 году, по мере нормализации ситуации в мировой экономике, профицит счета текущих операций вновь увеличится до 2%, в том числе вследствие роста цен на нефть до среднегодовых значений в 50 долларов США за баррель.

Сальдо финансовых операций частного сектора будет постепенно сужаться по мере снижения рисков в мировой экономике и ослабления влияния идиосинкратических геополитических факторов, что будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности России на фоне ускорения экономического роста.

2.2.2. Проинфляционный сценарий

В проинфляционном сценарии, как и в базовом, предполагается ослабление эпидемиологических рисков и по-

степенное восстановление мировой экономики. Однако предполагаемое более существенное влияние пандемии на мировую торговлю и неполное восстановление глобальных цепочек добавленной стоимости приведет к более глубокому по сравнению с базовым сценарием падению потенциального уровня выпуска мировой экономики.

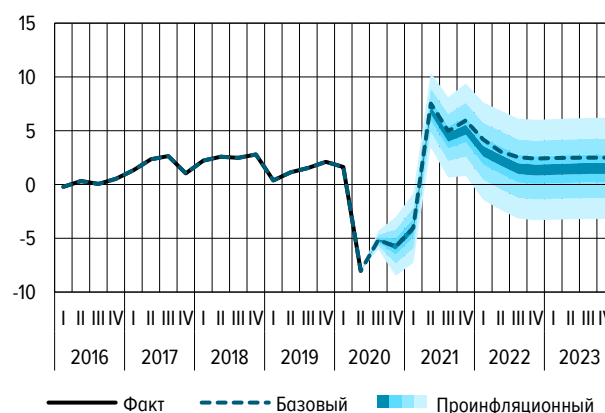
Как следствие, цена на нефть в 2021 году, по прогнозу, снизится до 35 долларов США за баррель и, несмотря на соблюдение договоренностей в рамках сделки ОПЕК+, вырастет лишь до 41 доллара США за баррель к концу прогнозного горизонта.

Более глубокое падение мировой экономики повлияет на настроения на финансовых рынках, способствуя снижению спроса на рискованные активы, что по сравнению с базовым сценарием приведет к несколько большему росту риск-премий для СФР в 2020–2021 годах и более медленной их нормализации в 2022–2023 годах.

Российская экономика, как ожидается, будет восстанавливаться более умеренными темпами, чем в базовом сценарии. При этом предполагается, что поддержка экономики мерами бюджетной политики в более сложных внешних условиях будет более продолжительной, в результате сценарий предполагает более плавную по сравнению с базовым сценарием бюджетную консолидацию с возвратом расходов к параметрам бюджетного правила только в 2023 году. Большая, чем в базовом сценарии, неопределенность дальнейшей траектории развития мировой экономики и более глубокое падение российской экономики будут дополнительно препятствовать восстановлению инвестиционной активности.

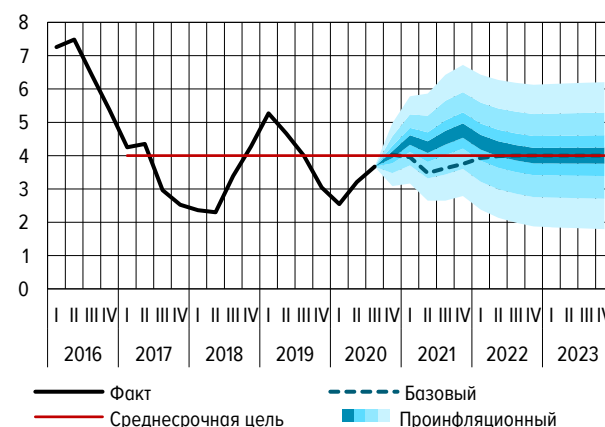
Темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление сложится близким к значениям базового

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В ПРОИНФЛЯЦИОННОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2.6)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП. Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В ПРОИНФЛЯЦИОННОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2.7)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. Источник: расчеты Банка России.

сценария в 2021 году (5,3–6,3%), однако с 2022 года начнет замедляться и в конце прогнозного горизонта составит лишь 1,4–2,4%. Динамика темпа прироста валового накопления основного капитала будет похожей, хотя признаки замедления будут заметны уже в 2021 году, и в 2023 году темп прироста будет составлять не более 0,3–2,3%. Более сдержанная динамика потребительской и инвестиционной активности по сравнению с базовым сценарием будет связана с умеренным ужесточением денежно-кредитной политики.

Активность, как в корпоративном, так и в розничном сегменте кредитного рынка, в проинфляционном сценарии прогнозируется несколько ниже, чем в базовом, в связи с ужесточением ценовых и неценовых условий кредитования в условиях возросшей экономической неопределенности. Как и в базовом сценарии, розничный сегмент кредитного рынка на протяжении всего прогнозного периода будет расти опережающими темпами (9–13% против 5–9% в корпоративном сегменте рынка), оказывая умеренную поддержку потребительскому спросу.

Более значительное по сравнению с базовым сценарием падение потенциального выпуска российской экономики в совокупности с мягкой бюджетной политикой будет способствовать более быстрому закрытию отрицательного разрыва выпуска, что вызовет повышенное инфляционное давление уже начиная с I квартала 2021 года, когда квартальная инфляция превысит целевое значение. Дополнительным фактором повышенного инфляционного давления может оказаться рост цен на импортные товары в силу роста транспортных и противоэпидемических затрат зарубежных производителей. Возвращение к умеренно жесткой денежно-кредитной политике позволит вернуть инфляцию к целевому значению

к III–IV кварталам 2022 года, поддерживая ее вблизи цели в дальнейшем.

Более низкие цены на нефть и другие сырьевые товары в сочетании с более медленным ростом внешнего спроса приведут к сокращению экспорта в 2021 году и более медленному росту в последующие годы, в результате чего стоимостные объемы экспорта сложатся ниже базового сценария на всем прогнозируемом периоде. Импорт по сравнению с базовым сценарием также снизится из-за более слабого курса рубля и внутреннего спроса, однако в меньшей степени, чем экспорт, в результате чего в 2022–2023 годах образуется дефицит счета текущих операций. Дефицит финансового счета по частному сектору прогнозируется на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием в условиях сокращения экспортных поступлений и чистых иностранных активов банков.

2.2.3. Дезинфляционный сценарий

В дезинфляционном сценарии в отличие от базового сценария предполагается, что разрабатываемые вакцины не позволят в полной мере остановить распространение вируса в мире, вынуждая правительства сохранять ограничительные меры продолжительное время.

Сложности с контролем распространения вируса, слабая потребительская и инвестиционная активность приведут к более существенному, чем в базовом сценарии, росту риск-премий СФР. Однако со второй половины 2021 года, по мере адаптации населения и бизнеса к пониженному уровню потребления и производства, риск-премии постепенно начнут снижаться, в то же время оставаясь на более высоком по сравнению с базовым сценарием уровне.

Цена на нефть в этом сценарии снизится до 35 долларов США за баррель в 2021 году и восстановится до 50 дол-

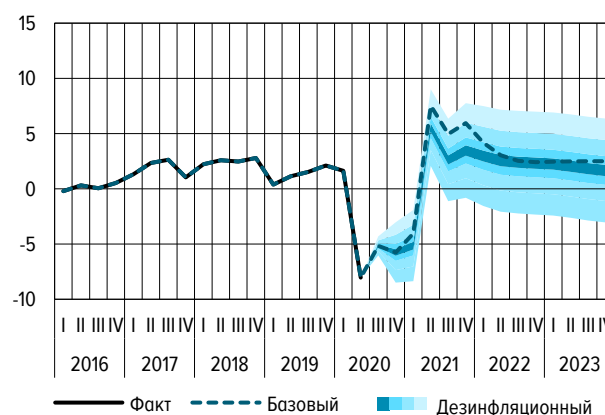
ларов США за баррель уже за горизонтом 2023 года, притом что с высокой вероятностью соглашение ОПЕК+ в этом сценарии будет продлено.

Восстановление российской экономики, согласно этому сценарию, будет слабым. Потребительская активность не вернется на докризисные уровни как в силу изменившихся за время пандемии предпочтений (отказ от потребления ряда продуктов и услуг), так и вследствие повышенной склонности к сбережению из-за боязни оказаться без средств в случае новых ограничительных мер и возможного сокращения трудовых доходов. Из-за сохраняющейся неопределенности предприятия будут откладывать реализацию инвестиционных проектов, что будет отражать отсутствие необходимости в наращивании производства даже при неполной загрузке мощностей. Бюджетная политика в этом сценарии предполагает консолидацию в соответствии с траекторией базового сценария, в результате в 2022–2023 годах уровень бюджетных расходов будет соответствовать параметрам бюджетного правила.

Темп прироста расходов на конечное потребление домохозяйств в 2021 году ожидается существенно ниже, чем в базовом сценарии, и составит 2,7–3,7%, но мягкая денежно-кредитная политика поддержит восходящую динамику в последующие годы. В 2023 году темп прироста расходов на конечное потребление домохозяйств составит 3,2–4,2%, превысив темпы прироста базового сценария. Темп прироста валового накопления основного капитала практически не покажет восстановительной динамики в 2021 году, а к 2023 году ускорится до 3,5–5,5%, что сопоставимо с динамикой аналогичного показателя в базовом сценарии.

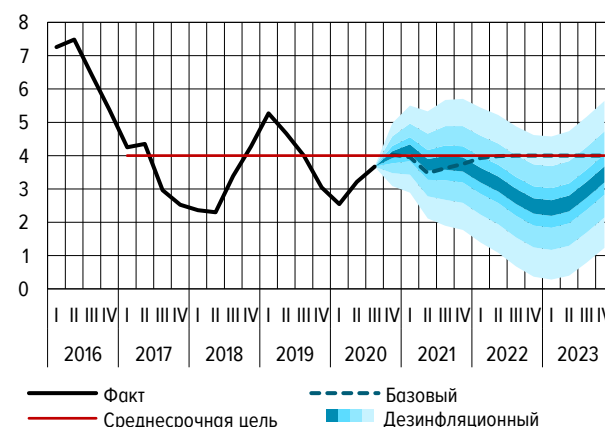
Слабость потребительского и инвестиционного спроса в 2021 году будет

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В ДЕЗИНФЛЯЦИОННОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2.8)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП. Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В ДЕЗИНФЛЯЦИОННОМ СЦЕНАРИИ (рис. 2.2.9)
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. Источник: расчеты Банка России.

ограничивать готовность реального сектора экономики увеличивать свою долговую нагрузку. Одновременно возросший уровень экономической неопределенности будет стимулировать банки проводить более консервативную кредитную политику, тщательно отбирая заемщиков, что приведет к замедлению кредитования как организаций, так и населения. К концу прогнозного горизонта темпы прироста кредитования восстановятся до значений, близких к базовому сценарию. Так, в розничном кредитовании темп прироста ускорится с 8–12% в 2021 году до 10–14% в 2023 году, в корпоративном – с 4–8% в 2021 году до 6–10% в 2023 году. Основной вклад в кредитную активность будут вносить наименее рискованные направления кредитования (ипотека в розничном сегменте рынка, долгосрочные рублевые кредиты в корпоративном).

Слабый внешний и внутренний спрос будет препятствовать закрытию отрицательного разрыва выпуска на всем прогнозном горизонте, а на уровень I квартала 2020 года экономика, по прогнозу, вернется только в I квартале 2023 года.

Более слабое инфляционное давление приведет к снижению темпов роста цен ниже целевого значения уже в II квартале 2021 года, и, несмотря на реализацию существенно стимулирующей денежно-кредитной политики, инфляция приблизится к целевому значению не раньше конца прогнозного горизонта.

Более низкие цены на нефть и другие сырьевые товары в сочетании с вероятным продлением соглашения ОПЕК+ и более медленным ростом внешнего спроса приведут к сокращению экспорта в 2021 году и более медленному росту в последующие годы, в результате чего стоимостные объемы экспорта сложатся существенно ниже базового сценария на всем прогнозном периоде. Импорт по сравнению с базовым сценарием

также существенно снизится из-за частичного сохранения карантинных ограничений, более слабого курса и внутреннего спроса. Чистое кредитование частным сектором России остального мира в 2021–2022 годах сложится на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием в условиях менее значительных экспортных поступлений и роста чистых иностранных активов. В 2023 году оно сменится чистым заимствованием за счет привлечения зарубежных инвестиций российскими компаниями в условиях роста российской экономики. В то же время накопление иностранных активов частного сектора будет менее значительным на фоне возобновления покупок валюты в рамках бюджетного правила.

2.2.4. Рисковый сценарий

В рисковом сценарии предполагается, что в дополнение к повторному росту заболеваемости возможны и другие шоки для мировой экономики – например, усиление торговых противоречий и геополитической напряженности, долговых проблем отдельных стран или отраслей.

В этом сценарии принятых мер стимулирования экономик может оказаться недостаточно, предприятиям и населению все еще будет требоваться поддержка, пусть и меньшего объема. Однако рост государственного долга и уже высокие дефициты бюджета ряда стран не позволят реализовать дополнительные меры бюджетного стимулирования.

Повышенный уровень неопределенности, как ожидается, приведет к значительному росту риск-премий для СФР и сохранению их на повышенном по сравнению с базовым сценарием уровне до конца прогнозного горизонта.

Цена на нефть, несмотря на действие соглашения ОПЕК+, упадет до 25 долларов США за баррель и будет медленно

восстанавливаться до 35 долларов США за баррель к концу прогнозного горизонта.

Как и в предыдущие периоды неблагоприятной конъюнктуры глобальных сырьевых рынков, в рисковом сценарии предполагается существенное снижение кредитной активности вследствие уменьшения склонности к риску со стороны как банков, так и потенциальных заемщиков. При этом в сегменте розничного кредитования сокращение будет резким (до околонулевых значений в 2021 году), но к концу периода наметится восстановление кредитной активности (до 9–13%). Замедление корпоративного кредитования будет не столь резким, но изменение инвестиционных приоритетов компаний приведет к сохранению низкой кредитной активности до конца прогнозного периода (4–8% в 2023 году).

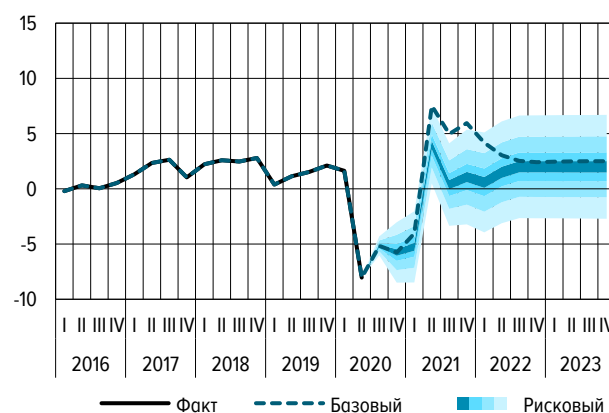
Российская экономика, как ожидается, перейдет на траекторию более низкого роста выпуска, при этом подавленные потребительские настроения и возросший уровень неопределенности будут препятствовать устойчивому восстановительному росту. Как следствие, отрицательный разрыв выпуска на прогнозном горизонте не закроется, и уровень I квартала 2020 года также не будет достигнут до конца 2023 года.

Темп прироста расходов на конечное потребление домохозяйств в 2021 году замедлится еще больше, чем в дезинфляционном сценарии, и составит 2,1–3,1%. В отличие от дезинфляционного сценария, в котором мягкая денежно-кредитная политика будет поддерживать ускорение расходов, в рисковом сценарии появится необходимость временного ужесточения денежно-кредитной политики для снижения проинфляционных рисков, поэтому восстановление до темпов прироста базового сценария (2,5–3,5%) произойдет ближе к концу прогнозного

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП
В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.2.10

(% к соответствующему периоду предыдущего года)

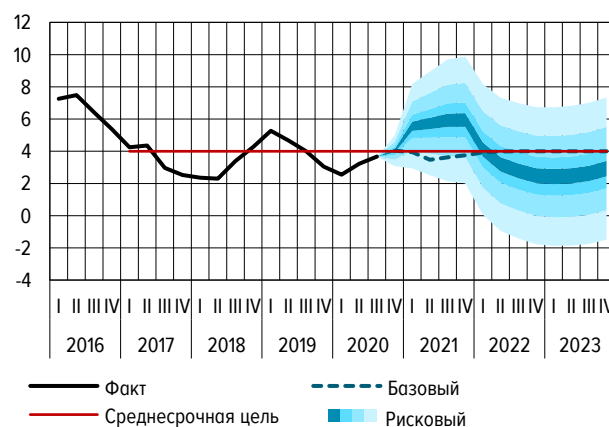


Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП. Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ
В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.2.11

(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. Источник: расчеты Банка России.

горизонта. Темпы прироста валового накопления основного капитала в 2021 году упадут еще ниже, чем в дезинфляционном сценарии, а восстановление будет еще более медленным и к концу прогнозного горизонта темпы прироста не превысят 2,5–4,5%.

Проинфляционное давление существенно, но кратковременно усилится начиная с I квартала 2021 года как из-за ослабления курса рубля на фоне роста общей неопределенности, так и вследствие более мягкой бюджетной консолидации на фоне сохранения необходимых расходов для поддержки экономики. Ужесточение денежно-кредитной политики вернет инфляцию к цели уже в I квартале 2022 года. Более слабое влияние проинфляционных факторов и усиление влияния дезинфляционных факторов (таких как слабая потребительская активность, пересмотр и отмена инвестиционных планов) обусловят необходимость перехода к мягкой денежно-кредитной политике начиная с II квартала 2022 года. Однако, несмотря на мягкую денежно-кредитную политику, инфляция останется ниже целевого значения до конца прогнозного горизонта.

Существенно более низкие цены на нефть и другие сырьевые товары в сочетании с вероятным продлением соглашения ОПЕК+ и более медленным восстановлением внешнего спроса вызовут значительное сокращение экспорта в 2021 году и более медленный рост в последующие годы, в результате чего стоимостные объемы экспорта прогнозируются значительно ниже остальных сценариев на всем прогнозном периоде. Импорт по сравнению с остальными сценариями также значительно снизится в условиях частичного сохранения карантинных ограничений, более слабого курса и внутреннего спроса, однако в меньшей степени, чем экспорт, в результате чего в 2022 году сальдо счета текущих операций сложится около нуля, а в 2023 году перейдет в умеренный дефицит. Чистое кредитование частным сектором России остального мира в 2021 году снизится лишь отчасти вследствие сохраняющейся напряженности на мировых финансовых рынках и спроса на безрисковые активы, после чего будет постепенно сокращаться, оставаясь на более высоком уровне по сравнению с остальными сценариями.

ВРЕЗКА 4 ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

Банк России выполняет операции с иностранной валютой в соответствии с механизмом бюджетного правила, разработанного Минфином России. Банк России не имеет цели посредством указанных валютных операций воздействовать на номинальный курс рубля, придерживаясь плавающего режима валютного курса, необходимого для проведения политики инфляционного таргетирования.

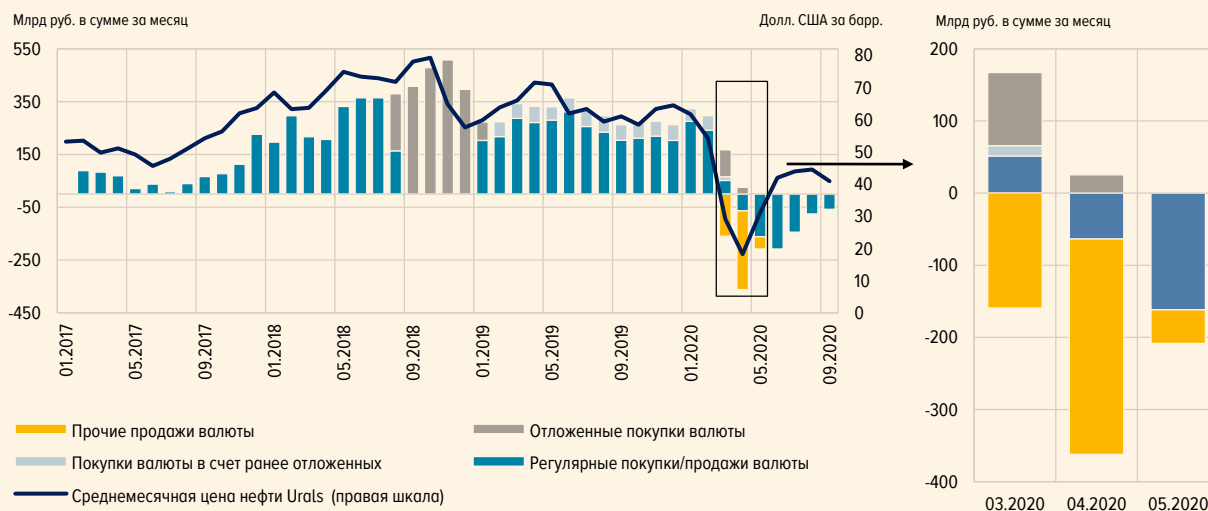
В период с 9 января по 6 марта 2020 года включительно Банк России осуществлял покупку валюты в рамках механизма бюджетного правила и выполнял покупки валюты в счет отложенных в августе-декабре 2018 года. За это время было выкуплено валюты на 685 млрд рублей (в том числе регулярные покупки – 570 млрд рублей, покупки валюты в счет ранее отложенных – 115 млрд рублей) (рис. 1).

В условиях существенного снижения цен на нефть 9 марта 2020 года Банк России сообщил о приостановке покупок валюты¹. 10 марта 2020 года Банк России перешел к упреждающей продаже валюты с учетом фактически складывающейся цены нефти².

Кроме того, с 19 марта 2020 года Банк России в дополнение к стандартным операциям по продаже валюты из ФНБ на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила приступил к продаже иностранной валюты для оплаты приобретаемого пакета акций ПАО Сбербанк³. В связи с тем что на рынках наблюдалась повышенная волатильность, Банк России разработал механизм продаж, призванный усиливать стабилизирующее действие бюджетного правила при низких ценах на нефть и тем самым способствовать экономической и финансовой стабильности. Согласно указанному механизму, дополнительные продажи

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ НА ВНУТРЕННЕМ ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ ПО БЮДЖЕТНОМУ ПРАВИЛУ

Рис. 1



Источники: Минфин России, расчеты Банка России.

¹ [Комментарий Банка России по операциям в рамках бюджетного правила от 09.03.2020](https://www.cbr.ru/press/event/?id=6482), <https://www.cbr.ru/press/event/?id=6482>.

² [Комментарий Банка России по операциям в рамках бюджетного правила от 10.03.2020](https://www.cbr.ru/Press/event/?id=6483), <https://www.cbr.ru/Press/event/?id=6483>.

³ [Комментарий Банка России по операциям с иностранной валютой, связанным с приобретением Фондом национального благосостояния пакета акций ПАО «Сбербанк России» от 19.03.2020](https://www.cbr.ru/Press/event/?id=6517), <https://www.cbr.ru/Press/event/?id=6517>.

валюты рассчитывались исходя из полного возмещения выпадающего предложения валюты на внутреннем валютном рынке из-за снижения экспортной выручки от продажи нефти, нефтепродуктов и природного газа при падении цен нефти марки Urals ниже 25 долларов США за баррель. С учетом складывавшейся ценовой конъюнктуры на нефтяном рынке данные операции проводились около двух месяцев – с 19 марта до 12 мая 2020 года.

Механизм упреждающих продаж действовал до 6 апреля включительно. С 7 апреля Банк России перешел к регулярным продажам валюты в рамках бюджетного правила. Сложившаяся в мае-августе ценовая конъюнктура на нефтяном рынке привела к тому, что операции по продаже валюты в рамках сделки с акциями ПАО Сбербанк после 12 мая прекратились.

С 13 мая Банк России проводил на валютном рынке только регулярные операции в рамках бюджетного правила.

Сумма упреждающих продаж и продаж в рамках сделки с акциями ПАО Сбербанк составила 504 млрд рублей. Не осуществленные в марте-апреле 2020 года покупки составили 126 млрд рублей (табл. 1). За период с 10 марта по 12 мая было продано валюты на 581 млрд рублей.

В период с 13 мая по 22 октября Банк России в рамках механизма бюджетного правила продал на валютном рынке валюты на сумму 711 млрд рублей.

В период с начала года и до 22 октября включительно нетто-операции Банка России на валютном рынке составили -653 млрд рублей, где «-» означает нетто-продажи валюты.

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ НА ВНУТРЕННЕМ ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В 2020 ГОДУ
(млрд руб.)

Табл. 1

	С 09.01 по 06.03	С 10.03 по 12.05	С 13.05 по 22.10	Накопленным итогом с начала года по 22.10
Всего продаж(-) / покупок (+)	685	-581	-757	-653
Регулярные продажи (-) / покупки (+) Минфина	570	-77	-711	-218
Упреждающие продажи (с 10.03 по 06.04) + в рамках сделки с акциями ПАО Сбербанк (с 19.03 по 12.05)		-504		-504
Нетто-продажа валюты в рамках взаимозачета неосуществленной продажи в рамках сделки с акциями ПАО Сбербанк и отложенных в 2018 г. покупок валюты			-46	-46
Не осуществленные в 2020 году покупки (с 10.03 по 06.04)		-126		

* Данные об объемах операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке публикуются на официальном сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/statistics/flukvid>). С учетом округлений сумма ежедневных данных может незначительно отличаться от агрегированных показателей за отдельные периоды.

Источник: расчеты Банка России.

ПРОДАЖА ВАЛЮТЫ В ОКТЯБРЕ-ДЕКАБРЕ 2020 ГОДА СВЕРХ ОПЕРАЦИЙ
ПО БЮДЖЕТНОМУ ПРАВИЛУ
(млрд руб.)

Табл. 2

Иностранная валюта, полученная в результате сделки по реализации пакета акций ПАО Сбербанк	2139
Осуществленные в марте-мае 2020 г. «упреждающие» продажи иностранной валюты и продажи, связанные со сделкой по реализации акций ПАО Сбербанк	-504
Остаток отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила	-1324
Отложенные в марте-апреле 2020 г. покупки иностранной валюты в рамках бюджетного правила	-126
Остаток к продаже в октябре-декабре 2020 г. от сделки с ПАО Сбербанк	185
Продажи валюты в рамках приобретения пакета акций ПАО «Аэрофлот» за счет средств ФНБ	50
Остаток к продаже (в иных целях) в октябре-декабре 2020 г.	235

После 30 сентября 2020 года Банк России осуществляет взаимозачет объема оставшейся к продаже иностранной валюты по сделке с пакетом акций ПАО Сбербанк, объема осуществленных в марте-апреле упреждающих продаж и отложенных в этот период покупок, а также объема отложенных в 2018 году и оставшихся до сих пор не осуществленными покупок. В октябре Банк России приступил к продаже валюты в рамках сделки по приобретению Правительством Российской Федерации акций ПАО «Аэрофлот» за счет средств ФНБ (50 млрд рублей до конца 2020 года). С 26 октября объем операций с валютой вне бюджетного правила ограничен **4 млрд рублей в день**.

Указанный лимит позволит завершить в IV квартале 2020 года взаимозачет продаж валюты от сделки с акциями ПАО Сбербанк и продажи в рамках сделки с акциями ПАО «Аэрофлот» (табл. 2). Учитывая объем указанных дополнительных операций и равномерный характер их проведения, это не окажет существенного влияния на конъюнктуру внутреннего валютного рынка.

Операции Банка России на валютном рынке в 2020 году соответствовали бюджетному правилу. Действия Банка России в марте-апреле позволили предотвратить избыточную волатильность обменного курса в условиях беспрецедентного падения цены нефти и снижения экспортной выручки, что способствовало ценовой стабильности на рынке потребительских товаров и услуг.

ВРЕЗКА 5 **БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В 2020 – 2023 ГОДАХ**

С 2017 года бюджетная политика определяется бюджетным правилом, что привело к сокращению ненефтегазового дефицита федерального бюджета с 8,0% ВВП в 2017 году до 5,4% в 2019 году.

В I квартале 2020 года исполнение бюджета соответствовало проектировкам Минфина России: ненефтегазовые доходы превышали прошлогодний уровень, активно осуществлялись расходы, в том числе в рамках национальных проектов.

В II квартале 2020 года произошел пересмотр бюджетной политики в свете радикального изменения ситуации.

Были значительно увеличены расходы бюджета: помимо социально-демографических мер, озвученных Президентом Российской Федерации в Послании Федеральному Собранию от 15.01.2020, Правительство Российской Федерации разработало и приняло дополнительные противоэпидемические и антикризисные меры, направленные на преодоление последствий пандемии. Это привело к дополнительному увеличению плана по расходам в 2020 году и существенному их превышению над предельным уровнем, соответствующему параметрам бюджетного правила.

На фоне стремительного падения мировых цен на нефть и последующего ограничения ее добычи в рамках сделки ОПЕК+, а также введения ограничительных мер в связи с распространением коронавирусной инфекции доходная база бюджета в II квартале 2020 года заметно сократилась. Нефтегазовые доходы бюджета снизились более чем наполовину по сравнению с прошлым годом. Падение ненефтегазовых доходов частично компенсировалось поступлениями в рамках сделки по продаже акций ПАО Сбербанк (перечисление в бюджет прибыли Банка России от указанной сделки в размере 1,1 трлн рублей было осуществлено в апреле 2020 года). Однако по основным ненефтегазовым налогам поступления сократились вследствие сворачивания деловой активности из-за действия каран-

тинных мер и антикризисных послаблений Правительства Российской Федерации в части налоговой политики и неналоговых доходов. Во втором полугодии 2020 года нефтегазовые доходы, по оценкам Банка России, стабилизируются на уровне, соответствующем базовой цене нефти, либо немного ниже. Поступления по основным нефтегазовым доходам, таким как внутренний НДС и налог на прибыль, продолжают сокращаться вследствие особенностей их уплаты (поступают в бюджет с задержкой в один квартал). Усугубятся проблемы бюджетов субъектов Российской Федерации и внебюджетных фондов, доходы которых напрямую зависят от фонда оплаты труда и финансовых результатов деятельности компаний, что потребует дополнительных трансфертов из федерального бюджета. Продолжится активное исполнение расходов. В результате дефицит бюджетной системы и федерального бюджета продолжит расширяться. Банк России ожидает, что по итогам 2020 года дефицит бюджетной системы может достичь 5% ВВП. Для финансирования дополнительных расходов в условиях сокращения доходной базы Минфин России анонсировал расширение программы заимствований до более чем 5 трлн рублей в 2020 году. Кроме того, с апреля 2020 года начались продажи валюты в рамках механизма бюджетного правила для компенсации выпадающих нефтегазовых доходов.

В 2020 году будет пройден пик стимула для экономики со стороны бюджетной политики, после чего в 2021 году начнется процесс бюджетной консолидации. Однако сворачивание расходов и антикризисных мер в 2021 году будет более плавным, чем предполагает бюджетное правило.

В налоговой политике предусмотрена реализация маневра по сбалансированному снижению прямых налогов на труд предприятий МСП. Отрицательный вклад в поступления нефтегазовых доходов внесет понижение ставки социальных страховых взносов для МСП с 30 до 15% в отношении заработной платы работников в части превышения величины минимального размера оплаты труда (около 0,4% ВВП ежегодно). Вместе с тем снижение будет компенсировано поступлением дополнительных доходов федерального бюджета, в том числе вследствие модификации параметров режима налога на дополнительный доход; актуализации параметров предоставления льгот нефтегазовому сектору; повышения налога на добычу полезных ископаемых на ряд твердых полезных ископаемых; повышения ставки акциза на табачную продукцию; перехода к дополнительному обложению повышенного дохода и введения налога на доходы физических лиц на депозиты и проценты; изменения практики взимания налога на прибыль организаций за счет внесения изменений в соглашения об избежании двойного налогообложения между Российской Федерацией и другими государствами.

В целях повышения привлекательности российской юрисдикции для IT-бизнеса предусмотрено снижение размера ставки страховых взносов с 14 до 7,6%, снижение налога на прибыль до 3%, компенсируемое отменой льготы по налогу на добавленную стоимость при продаже иностранного программного обеспечения.

Банк России ожидает в 2021 году сокращения дефицита бюджетной системы, в том числе бюджетов субъектов Российской Федерации и внебюджетных фондов по сравнению с уровнями 2020 года. Основным источником финансирования дефицита бюджета станут дополнительные размещения долговых бумаг – ОФЗ, региональных и муниципальных облигаций (в 2021 году ожидается около 1,1 трлн рублей дополнительных заимствований посредством размещения ОФЗ). Помимо этого, Банк России не исключает возможность использования Минфином России остатков средств на рублевых счетах бюджетной системы.

В 2022–2023 годах ожидается возврат плановых расходов федерального бюджета к предельным уровням по бюджетному правилу, чему будут способствовать меры по при-

оритизации бюджетных расходов. В 2023 году бюджетная политика перейдет в нейтральную область.

В рамках базового сценария в 2021 году средние цены на нефть ожидаются ниже базового уровня, соответствующего бюджетному правилу. В связи с этим часть дефицита бюджета будет финансироваться за счет средств ФНБ в размере выпадающих нефтегазовых доходов, что приведет к сокращению средств фонда. В результате ожидаемого возвращения мировых цен на нефть марки Urals на уровень, превышающий базовый, в 2022–2023 годах будут осуществляться покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в размере дополнительных нефтегазовых доходов в соответствии с бюджетным правилом. Как следствие, в 2023 году ФНБ начнет пополняться дополнительными нефтегазовыми доходами, полученными в 2022 году.

В 2021–2023 годах ожидается рост объема государственного долга, к концу прогнозного периода его величина может превысить 20% ВВП. В общем объеме государственного долга Российской Федерации будет преобладать внутренний долг в связи с увеличением выпуска ОФЗ. Кроме того, росту государственного долга будет способствовать программа предоставления госгарантий в рамках поддержки предприятий и их кредитования.

3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ 2019 ГОДА И В 2020 ГОДУ

В рассматриваемый период условия проведения денежно-кредитной политики несколько раз кардинально менялись под воздействием внутренних и внешних факторов. С учетом этого Банк России корректировал среднесрочный прогноз, а вместе с ним проводимую политику и сигналы относительно возможных будущих действий. После значительного, но временного ускорения во второй половине 2018 – начале 2019 года, в сентябре 2019 – феврале 2020 года инфляция замедлялась и даже быстрее, чем прогнозировалось. Это позволило Банку России возобновить снижение ключевой ставки и перейти к нейтральной денежно-кредитной политике. В марте 2020 года ситуация кардинально изменилась. Распространение пандемии коронавируса потребовало реакции в виде беспрецедентных ограничительных мер, которые радикально изменили условия в экономике и на финансовых рынках. Банк России взял паузу и сохранил ставку неизменной, чтобы в полной мере оценить влияние краткосрочных проинфляционных и среднесрочных дезинфляционных факторов, а также поддержать финансовую стабильность. При этом Банк России учитывал, что существенный спад экономики создает значимый риск отклонения инфляции вниз от цели 4% в 2021 году. В этих условиях Банк России с апреля решительно снижал ставку и перешел к мягкой денежно-кредитной политике для стабилизации инфляции и преодоления экономических последствий пандемии. В сентябре-октябре Банк России оставлял ключевую ставку неизменной из-за роста краткосрочных проинфляци-

онных рисков на фоне увеличения волатильности на финансовых рынках и усиления геополитических рисков.

• **Снижение ключевой ставки и переход к нейтральной денежно-кредитной политике (сентябрь 2019 – февраль 2020 года)**

В сентябре 2019 – феврале 2020 года Банк России продолжил цикл снижения ключевой ставки, начатый в июне 2019 года¹. В совокупности в данный период ставка была снижена на 125 б.п., с 7,25 до 6,00% годовых. Наряду с этим Банк России в основном давал сигнал о том, что будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки. Это учитывалось участниками финансового рынка при формировании своих ожиданий.

Снижению ключевой ставки способствовало то, что в указанный период инфляция значительно замедлилась. Темпы роста потребительских цен продолжились снижаться с локального пика 5,3% в марте 2019 года до 2,3% в феврале 2020 года. Динамика инфляции в рассматриваемый период формировалась под влиянием следующих факторов.

Более быстрому снижению инфляции способствовало укрепление рубля в течение всего 2019 года. Это происходило вместе с укреплением валют других стран с формирующимися рынками вследствие притока капитала в данные страны и снижения их страновых риск-премий, что

¹ Более подробно о начале цикла снижения см. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021–2022 годов, http://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/.

было связано в том числе со смягчением денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ. Замедление инфляции в странах – торговых партнерах России также ограничивало рост цен на импортируемые товары.

Значимым фактором более заметно-го замедления инфляции также была сдержанная экономическая активность, связанная с динамикой внутреннего и внешнего спроса. С одной стороны, с начала 2019 года ухудшались перспективы роста мировой экономики, в том числе из-за нарастающих противоречий в международной торговле, что снизило внешний спрос на основные товары российского экспорта. С другой стороны, внутренний спрос также оставался сдержанным. Так, рост потребительского спроса в первой половине 2019 года был ограничен умеренной динамикой доходов населения и повышением в начале 2019 года базовой ставки НДС. При этом бюджетная политика в целом по году оказала сдерживающее влияние на экономический рост в том числе из-за более медленной, чем ожидалось, реализации запланированных Правительством Российской Федерации национальных проектов.

Кроме того, вклад в замедление инфляции внесли и факторы со стороны предложения на отдельных продовольственных рынках. Темпы роста цен на некоторые продукты растениеводства замедлились из-за хорошего и более раннего урожая в 2019 году. Устойчиво увеличивалось предложение продукции животноводства. На рынках отдельных мясных продуктов темпы расширения предложения опережали рост спроса. Годовой темп прироста цен на продовольственные товары к февралю 2020 года снизился до 1,8%.

Уменьшение темпов роста потребительских цен способствовало снижению инфляционных ожиданий. Реакция инфляционных ожиданий населения на рост НДС была умеренной, и далее ожидания снижались в течение всего 2019 года. В свою очередь ценовые ожидания предприятий к середине 2019 года снизились до исторически низких уровней и далее оставались стабильными. Риски вторичных эффектов от повышения НДС не реализовались. Тем не менее, несмотря на заметное снижение инфляционных ожиданий, они оставались на повышенном уровне в сравнении с целью по инфляции.

При принятии решений о снижении ключевой ставки в период с сентября 2019 года по начало февраля 2020 года Банк России исходил из того, что дезинфляционные риски скорее преобладают над проинфляционными на краткосрочном горизонте. В то же время в среднесрочной перспективе риски оставались сбалансированными.

Под влиянием смягчения денежно-кредитной политики происходило смягчение денежно-кредитных условий. Уменьшались кредитные и депозитные ставки. Смягчались неценовые условия по корпоративным и ипотечным кредитам. Продолжение цикла снижения ключевой ставки и коммуникация Банка России относительно ее возможной будущей траектории способствовали дальнейшему смягчению денежно-кредитных условий.

• Пауза в снижении ключевой ставки из-за роста неопределенности в связи с распространением пандемии (март 2020 года)

На заседании 20 марта 2020 года Совет директоров Банка России решил сохранить ключевую ставку неизменной.

Из-за распространения пандемии коронавируса в феврале-марте события развивались с существенным отклонением от базового сценария Банка России. Умеренный рост российской экономики в начале года сменился резким и глубоким снижением экономической активности, создавая продолжительное дезинфляционное влияние на динамику цен со стороны совокупного спроса. При этом волатильность на глобальных товарных и финансовых рынках существенно усилила краткосрочные проинфляционные факторы и риски для финансовой стабильности. Решение сохранить ставку сбалансировало влияние данных факторов и рисков.

Меры, направленные на сдерживание распространения пандемии, вызвали глубокое падение сырьевых и финансовых рынков. Ограничения экономической активности по всему миру и связанные с ними ожидания беспрецедентного спада мировой экономики усилили волатильность потоков капитала и привели к стрессу на мировых финансовых рынках. Одновременно с этим значительно снизились цены на нефть: как из-за существенного снижения мирового спроса, так и ввиду неожиданного для рынка прекращения действия договоренностей ОПЕК+ и увеличения добычи. Волатильность на глобальных финансовых рынках и резкое снижение цен на нефть привели к значительному ослаблению рубля. Это потребовало принятия Банком России дополнительных мер, направленных на обеспечение финансовой стабильности, поддержку экономики и финансового сектора в условиях пандемии коронавируса.

С учетом реализации проинфляционных рисков Банк России ожидал временного ускорения инфляции в ближай-

шие месяцы. Проинфляционные факторы были связаны с переносом произошедшего ослабления рубля в цены и повышенным спросом на отдельные товары при подготовке населения к периоду самоизоляции. При этом уже в марте наблюдалось ускорение месячной инфляции с учетом сезонности выше 4% в годовом выражении. Увеличение текущей инфляции привело к росту инфляционных ожиданий населения, бизнеса и участников финансового рынка.

При этом Банк России учитывал, что падение совокупного спроса в 2020 году создаст продолжительное дезинфляционное влияние на динамику цен на среднесрочном горизонте. Это связано с тем, что ограничительные меры для борьбы с пандемией коронавируса в России и в мире приведут к значительному снижению экономической активности и отклонению экономики вниз от потенциала.

С учетом ожидаемого длительного дезинфляционного влияния со стороны спроса требовалось смягчение денежно-кредитной политики. Однако индикаторы денежного рынка показывали, что участники финансового рынка, напротив, ожидали повышения ключевой ставки. Денежно-кредитные условия также существенно ужесточились из-за волатильности на мировых финансовых рынках и роста кредитного риска. Решение Банка России о сохранении ключевой ставки, сопровождавшееся еженедельными пресс-конференциями по текущей ситуации и принимаемым стабилизационным мерам, ограничило масштаб ужесточения денежно-кредитных условий, повлияв на настроения участников рынка и их ожидания относительно возможной будущей траектории ставки. Этому также способствовало принятие других

мер Банка России, в том числе смягчение регуляторных требований к кредитным и другим финансовым организациям.

• **Проведение мягкой политики для стабилизации инфляции на цели путем поддержки внутреннего спроса (апрель-октябрь 2020 года)**

В апреле был возобновлен цикл снижения ключевой ставки, и Банк России перешел к мягкой денежно-кредитной политике. К маю ситуация на финансовых рынках начала улучшаться (во многом под влиянием действий зарубежных центральных банков) и в июне-июле оставалась стабильной. Снижение ставки происходило в условиях существенно сократившегося внутреннего и внешнего спроса, что создавало риски отклонения инфляции вниз от цели на среднесрочном горизонте. В течение четырех месяцев ключевая ставка была снижена в совокупности на 175 б.п., до 4,25% годовых.

В августе-октябре возросли краткосрочные проинфляционные риски, что было связано в том числе с усилением волатильности на глобальных рынках из-за геополитических факторов. Принимая это во внимание, а также учитывая необходимость поддержания финансовой стабильности, в сентябре и октябре Банк России оставил ключевую ставку без изменений, сохраняя стимулирующий характер денежно-кредитной политики. При этом отмечалось, что с учетом преобладания среднесрочных дезинфляционных факторов сохраняется возможность дальнейшего снижения ставки на ближайших заседаниях Совета директоров Банка России.

При принятии решений по ключевой ставке Банк России также учитывал следующие факторы.

Банк России принимал решения с учетом того, что динамика инфляции

в среднесрочной перспективе будет находиться под влиянием глубокого падения внешнего и внутреннего спроса даже в условиях принимаемых стимулирующих бюджетных мер. В апреле-октябре общее инфляционное давление в целом оставалось низким. Темпы прироста потребительских цен, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, находились вблизи или ниже 4% в годовом выражении.

В данный период также действовал ряд краткосрочных проинфляционных факторов. Они были связаны как с периодами усиления курсовой волатильности, так и с реализацией отложенного спроса на потребительские товары после снятия ограничительных мер. При этом в условиях восстановления экономической активности наблюдалась неоднородность в динамике потребительских цен.

Краткосрочные проинфляционные факторы в апреле-августе вызвали рост инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Есть основания полагать, что их реакция на кардинальное изменение экономической ситуации весной была несколько слабее, чем это было в прежние кризисные эпизоды, что может говорить в пользу их большой закоренности благодаря сохранению инфляции на исторически низких уровнях в последние годы. Однако в сентябре-октябре инфляционные ожидания заметно выросли, что было во многом связано с произошедшим ослаблением рубля.

Основное влияние на динамику цен оказывали среднесрочные дезинфляционные факторы. Снижение ключевой ставки и переход к мягкой денежно-кредитной политике ограничивают риски отклонения инфляции вниз от цели в 2021 году, и с учетом этого Банк России прогнозирует инфляцию в диапа-

зоне 3,5–4,0% в 2021 году и вблизи 4% в дальнейшем².

Еще один значимый фактор, который принимал во внимание Банк России, – это существенное отклонение российской экономики вниз от потенциала из-за пандемии и действия связанных с ней ограничительных мер в России и мире. В II квартале ВВП сократился на 8,0% в годовом сопоставлении. После снятия ограничительных мер происходила реализация отложенного спроса, что обеспечило более быстрое, чем ожидалось, оживление экономической активности. Особенно это проявлялось в секторах, ориентированных на внутренний потребительский спрос. При этом на протяжении всего периода поддержку российской экономике оказывали принятые Правительством Российской Федерации и Банком России меры, направленные на ограничение масштабов ее спада в 2020 году и восстановление внутреннего спроса.

Однако уже в сентябре-октябре экономические индикаторы стали фиксировать замедление восстановительных процессов, прежде всего в связи с динамикой внутреннего спроса. Это было связано как с исчерпанием влияния отложенного спроса, так и со сдерживанием роста расходов в условиях ухудшения эпидемиологической ситуации. Будущая динамика внутреннего спроса в целом прогнозируется слабее, чем это ожидалось в летние месяцы.

По оценкам Банка России, возврат к потенциалу произойдет в первом полугодии 2022 года. На траекторию экономического роста значимое влияние будут оказывать предстоящая бюджетная консолидация, развитие ситуации с пан-

демией коронавируса в России и в мире, а также характер восстановления частного спроса в условиях возможного изменения поведения населения и бизнеса.

Переход к стимулирующей денежно-кредитной политике был необходим, чтобы поддержать внутренний спрос и стабилизировать инфляцию на цели Банка России на прогнозном горизонте. Снижение ставки сопровождалось смягчением макропруденциальной политики и регуляторных требований со стороны Банка России, что создавало условия для поддержания кредитной активности банков. Это было особенно важно в условиях, когда повышенные кредитные риски могли увеличить процентные ставки и привести к ужесточению неценовых условий кредитования в ряде сегментов рынка. Смягчение денежно-кредитных условий под влиянием значительного снижения ключевой ставки в основном будет оказывать влияние на динамику инфляции и экономики в течение ближайших полутора лет.

Снизив ключевую ставку до исторически низкого уровня 4,25% годовых, в сентябре и октябре Банк России оставил ее без изменения, сохраняя стимулирующий характер денежно-кредитной политики. Данное решение было обусловлено ростом краткосрочных проинфляционных рисков, связанных с усилением волатильности на глобальных рынках, а также необходимостью принимать во внимание аспекты финансовой стабильности. Банк России учитывал, что при повышенной волатильности на финансовых рынках снижение ключевой ставки может привести к росту инфляционных ожиданий и ужесточению денежно-кредитных условий из-за роста ставок по долгосрочным финансовым инструментам и более значительной, чем

² Более подробно см. раздел 2 «Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2020–2023 годах».

в стабильных условиях, реакции валютного курса. Поэтому существующее пространство для дальнейшего снижения ключевой ставки должно использоваться с учетом возможных рисков финансовой стабильности.

При принятии решений по ключевой ставке Банк России принимал во внимание, что дезинфляционные риски преобладают над проинфляционными на среднесрочном горизонте.

Дезинфляционные риски для базового сценария в основном связаны с дальнейшим развитием ситуации с пандемией коронавируса в России и в мире, масштабами возможных мер борьбы с ней и их влиянием на экономическую активность, а также скоростью восстановления мировой и российской экономики в результате смягчения ограничительных мер. Сдерживающее влияние на динамику инфляции могут также оказать устойчивые изменения в предпочтениях и поведении населения, в том числе возможное повышение склонности к сбережению.

На краткосрочном горизонте сохраняются риски, связанные с повышенной волатильностью на глобальных рынках, в том числе под влиянием различных геополитических событий, что может отражаться на курсовых и инфляционных ожиданиях. Кроме того, повышательное давление на цены могут оказывать временно сохраняющиеся затруднения

в производственных и логистических цепочках, а также дополнительные издержки предприятий, связанные с мерами по защите от коронавируса.

Сохраняется неопределенность относительно долгосрочных структурных последствий пандемии коронавируса для российской и мировой экономики, в частности масштаба снижения потенциала российской экономики. Значимое влияние на потенциал глобального роста также могут оказывать геополитические факторы, в том числе обострение торговых противоречий. Масштаб отклонения российской экономики от потенциала в свою очередь является определяющим фактором для среднесрочной динамики инфляции.

На среднесрочную динамику инфляции также значимо влияет бюджетная политика. В своих решениях по денежно-кредитной политике Банк России исходит из траектории бюджетной политики, отраженной в проекте Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов.

Учитывая преобладание среднесрочных проинфляционных факторов, в сентябре и октябре отмечалось, что при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях Совета директоров.

ВРЕЗКА 6 МЕРЫ БАНКА РОССИИ И ПРАВИТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ ДЛЯ ПРЕОДОЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОСЛЕДСТВИЙ ПАНДЕМИИ КОРОНАВИРУСНОЙ ИНФЕКЦИИ

Меры Банка России

Распространение пандемии коронавируса и ограничительные меры для борьбы с ней привели к значительному и резкому снижению экономической активности в России в II квартале 2020 года. Требовалась быстрая, комплексная и скоординированная реакция Банка России и Правительства Российской Федерации для минимизации негативных последствий кризиса. Банк России, наряду с переходом к мягкой денежно-кредитной политике, принял комплекс мер, нацеленных на защиту интересов граждан, поддержку корпоративных заемщиков, сохранение потенциала финансового сектора по кредитованию экономики и снижение регуляторной и надзорной нагрузки¹.

Защита интересов граждан. Гражданам, оказавшимся в сложной жизненной ситуации, требовалась реструктуризация кредитов и отсрочка платежей по ним. Банк России содействовал этому процессу и рекомендовал кредитным организациям не учитывать реструктуризацию в качестве фактора, влияющего негативно на кредитную историю граждан. Кроме того, для ограничения распространения пандемии было необходимо минимизировать возможные контакты между людьми, поэтому Банк России рекомендовал перевести обслуживание клиентов в дистанционный формат, а также принял ряд мер для увеличения доступности платежей по банковским картам и онлайн.

Поддержка корпоративных заемщиков. Банк России содействовал реструктуризации (в том числе отсрочке и пролонгации) кредитов компаний. Кредитным организациям были предоставлены регуляторные послабления для упрощения этого процесса. В частности, при классификации данных кредитов им было разрешено временно не ухудшать оценку финансового положения компаний из уязвимых отраслей, качества обслуживания долга или категории качества ссуд. Кроме того, для поддержки данного процесса Банк России запустил аукционы репо на длительные сроки как источник фондирования банков, предоставляющих своим клиентам возможности реструктуризации кредитов.

Поддержка кредитования малого бизнеса, содействие реализации госпрограмм. Банк России расширил программу рефинансирования банков для поддержки и стимулирования кредитования ими малых и средних предприятий. В рамках действующего специализированного механизма рефинансирования была снижена процентная ставка и сняты отраслевые ограничения. Наряду с этим был создан дополнительный льготный механизм рефинансирования с лимитом 500 млрд рублей. В значительной части новый механизм распространяется именно на поддержку кредитования малых и средних предприятий, но в то же время в его рамках было предусмотрено стимулирование кредитов на поддержку занятости (в том числе и для крупных предприятий) в увязке с правительственной программой по субсидированию банкам процентов по таким кредитам. Также были предоставлены регуляторные послабления для банков, предоставляющих кредиты данным категориям компаний².

Поддержка ипотечного кредитования. Банк России принял ряд решений по регулированию, чтобы поддержать развитие ипотеки, а также компенсировать банкам снижение

¹ Полное описание мер см. на официальном сайте Банка России, http://cbr.ru/info_2020/.

² Более подробно см. на официальном сайте Банка России, http://www.cbr.ru/press/pr/?file=27032020_145619dkp2020-03-27T14_55_46.htm.

значений нормативов достаточности капитала, связанное с признанием убытков по ипотечным кредитам. Развитию ипотечного кредитования также будет способствовать решение Банка России о возможности ускоренного внедрения новой методики оценки кредитного риска по ипотеке и снижение макропруденциальных требований к капиталу по вновь предоставляемым ипотечным кредитам.

Поддержка потенциала финансового сектора по предоставлению ресурсов экономике. Банк России реализовал ряд решений по регулированию, преимущественно связанных с требованиями по достаточности капитала банков, которые были направлены на создание дополнительных возможностей по кредитованию экономики. Так, банкам была предоставлена возможность использовать надзорные буферы достаточности капитала, а также были смягчены отдельные макропруденциальные требования к достаточности капитала. В частности, Банк России распустил макропруденциальные буферы капитала по необеспеченным потребительским кредитам, выданным не позднее 31 августа 2019 года, а также снизил макропруденциальные надбавки к коэффициентам риска в нормативах достаточности капитала кредитных организаций по необеспеченным потребительским кредитам, выданным после 1 сентября 2020 года. Кроме того, Банк России рекомендовал кредитным организациям перенести решение о выплате дивидендов за 2019 год на август-сентябрь 2020 года.

Для поддержания кредитной активности банков были приняты временные решения в части порядка оценки активов, на состояние которых особенно существенно повлияла пандемия, включая реструктурированные кредиты и ценные бумаги. Дополнительно Банк России отложил введение ряда регулятивных требований, которое должно было произойти в ближайшее время³.

Снижение регуляторной и административной нагрузки. В условиях пандемии Банк России приостановил проверки всех финансовых организаций и продлил сроки по выполнению ряда требований к кредитным организациям, участникам финансового рынка, субъектам рынка коллективных инвестиций и микрофинансовым институтам. Помимо этого, были приняты законодательные изменения для увеличения сроков и упрощения ряда процедур, регулирующих работу акционерных обществ.

Меры Правительства Российской Федерации

В марте-июле 2020 года Правительство Российской Федерации приняло три пакета антикризисных мер, направленных на борьбу с распространением коронавируса и поддержку населения и бизнеса⁴.

Значительная часть мер Правительства Российской Федерации была направлена на обеспечение поддержки доходов населения и занятости. В апреле-октябре 2020 года на эти цели было выделено около 950 млрд рублей.

Общий пакет мер помощи бизнесу составил более 2 трлн рублей. Предприятия получали поддержку как напрямую (например, в виде субсидий и льготных кредитов), так и косвенно – через временное снижение, списание или отсрочку обязательных платежей в бюджет. Большая часть (465 из 750 млрд рублей) прямой поддержки бизнеса пришлась на программу сохранения занятости в отраслях, наиболее пострадавших от пандемии⁵. Наряду с этим были приняты дополнительные меры поддержки компаний в отдельных отраслях: строительстве, авиаперевозках, туризме и других. Так, в рамках поддержки жилищного строи-

³ Полный список мер см. на официальном сайте Банка России, http://www.cbr.ru/vfs/finstab/plan_limit_covid.pdf.

⁴ Полный состав мер см. на сайте Правительства Российской Федерации, http://government.ru/support_measures/.

⁵ Автоперевозки; воздушный, водный и железнодорожный транспорт; туризм; выставочная деятельность; гостиницы; сфера развлечений и досуга; общественное питание; бытовые услуги; культура и спорт; непродовольственный ретейл; стоматологические услуги; дополнительное образование; СМИ.

тельства были расширены программы льготной ипотеки, поддерживающие спрос граждан на покупку жилья в условиях снижения доходов. Кроме того, чтобы дать возможность бизнесу сконцентрироваться на преодолении последствий пандемии, Правительством Российской Федерации был принят комплекс временных мер по снижению административной и надзорной нагрузки.

* * *

Таким образом, вышеперечисленные меры Банка России и Правительства Российской Федерации оказали разностороннюю и оперативную поддержку населения и бизнеса в наиболее сложный период кризиса. Однако по мере стабилизации ситуации будет происходить их постепенное сворачивание. Антикризисные меры Правительства Российской Федерации окажут максимальную поддержку экономике в 2020 году, после чего начнется процесс бюджетной консолидации, и эффект от них будет постепенно исчерпываться⁶. Большая часть мер Банка России в связи с пандемией принималась на период с 1 марта до 30 сентября 2020 года. В августе 2020 года Банк России подтвердил плановое прекращение действия ряда мер, но наряду с этим принял решение о продлении части регуляторных послаблений. Влияние постепенного выхода из антикризисных мер на экономику и денежно-кредитные условия будет учитываться Советом директоров Банка России при принятии решений по ключевой ставке. При этом реализованное снижение ключевой ставки способствует смягчению денежно-кредитных условий в текущем и следующем годах, тем самым оказывая поддержку экономике на среднесрочном горизонте.

⁶ Более подробно см. врезку 5 «Бюджетная политика в 2020–2023 годах».

4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2020 ГОДУ И В 2021–2023 ГОДАХ

ОПЕРАЦИОННАЯ ЦЕЛЬ И СИСТЕМА ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В рамках стратегии таргетирования инфляции процентный канал продолжает быть основным каналом влияния денежно-кредитной политики Банка России на экономику и инфляцию. Соответственно, операционной целью денежно-кредитной политики остается поддержание ставок овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки. Выбор указанного сегмента рынка в качестве целевого обусловлен как тем, что формируемые здесь ставки представляют собой отправную точку для большинства ставок в экономике, так и тем, что Банк России имеет возможность практически напрямую с помощью своих инструментов воздействовать на 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 счетах. 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 этого уровня, Банк России, соот-

ветственно, 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 одnodневному 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.

Банк России ежедневно отслеживает ситуацию с ликвидностью банковского сектора, но осуществляет регулирование ее совокупного объема прежде всего на недельной основе. 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 задействованы аукционы репо с предоставлением средств также

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.

на срок 1 неделя. Наряду с этими основными операциями, в систему инструментов входят аукционы как по абсорбированию, так и по предоставлению средств на более длительные сроки. Так, избыточные средства сейчас дополнительно абсорбируются посредством выпуска купонных облигаций на срок 3 месяца. Для оперативного реагирования на факторы, которые могут повлечь существенное отклонение ставок от ключевой ставки, Банк России использует депозитные аукционы и аукционы репо «тонкой настройки» на сроки от 1 до 6 дней.

В таком виде система инструментов денежно-кредитной политики существует с конца 2013 года. В последующие годы повышались ее технологичность и удобство использования кредитными организациями.

ДОСТИЖЕНИЕ ОПЕРАЦИОННОЙ ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

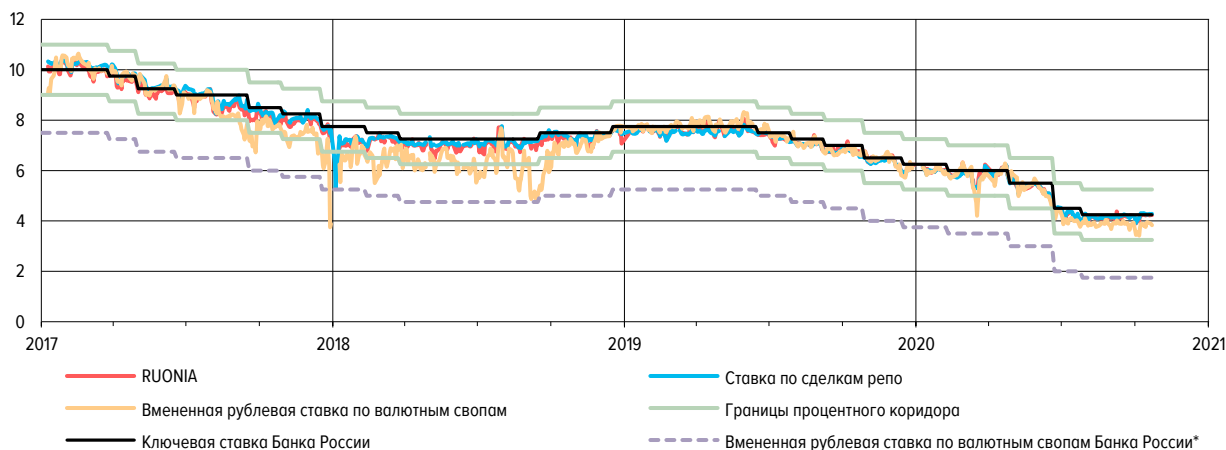
В 2020 году однодневные ставки денежного рынка формировались преимущественно в нижней половине процентного коридора, но вблизи ключевой

ставки Банка России (рис. 4.1). За январь-сентябрь 2020 года среднее абсолютное отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки (спред) увеличилось по сравнению с прошлым годом и составило 19 б.п. (среднее за 2019 год – 18 б.п.). Волатильность спреда за январь-сентябрь 2020 года составила 18 б.п. (в 2019 году – 15 б.п.).

Рост волатильности ставок в отдельные периоды был обусловлен рядом факторов. Во-первых, в 2020 году Банк России поэтапно снижал ключевую ставку. С января по август в соответствии с решениями Совета директоров Банка России ее значение уменьшилось на 2 п.п., с 6,25 до 4,25% годовых. Прозрачная коммуникация Банка России позволяла участникам рынка формировать ожидания относительно будущей динамики ставок. Это оказывало влияние на стратегии банков по управлению ликвидностью. В периоды усреднения обязательных резервов, в течение которых принимались решения по снижению ключевой ставки, кредитные организации стремились сначала разместить средства на депозиты в Банке России или на де-

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
(в % годовых)

Рис. 4.1



* Временная ставка по обратному валютному свопу Банка России = ставка размещения рублей – ставка заимствования валюты + LIBOR (с 19.12.2016: ключевая ставка – 1 п.п. – (LIBOR + 1,5 п.п.) + LIBOR = ключевая ставка – 2,5 п.п.).
Источник: расчеты Банка России.

нежном рынке по более высоким ставкам, откладывая выполнение усреднения на вторую половину периода, когда стоимость денег будет ниже. Это приводило к формированию избыточного предложения ликвидности на рынке и локальному расширению спреда за несколько дней до принятия соответствующего решения по ставке Банком России.

Во-вторых, волатильность рыночных ставок заметно возросла в конце марта – апреле 2020 года на фоне увеличения потребности банков в ликвидности из-за повышения неопределенности на финансовых рынках и снижения предсказуемости операций клиентов кредитных организаций в условиях ограничительных мер. В отдельные дни это приводило к росту рыночных ставок выше ключевой. Для повышения возможностей кредитных организаций по управлению ликвидностью в этот период Банк России проводил аукционы репо «тонкой настройки»². По мере стабилизации ситуации на финансовых рынках, запуска пакета антикризисных мер Банком России и Правительством Российской Федерации спрос банков на рефинансирование сократился и волатильность ставок овернайт вернулась к уровню до введения ограничений.

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

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ И ПРОГНОЗ ЛИКВИДНОСТИ

В 2019–2020 годах в банковском секторе сохранялся структурный профицит ликвидности. Это означает, что на кор-

счетах банков был сформирован запас средств, который превышал объем, необходимый им для выполнения обязательных резервных требований и проведения клиентских платежей. Поэтому Банк России, как и ранее, проводил депозитные аукционы и размещал купонные облигации.

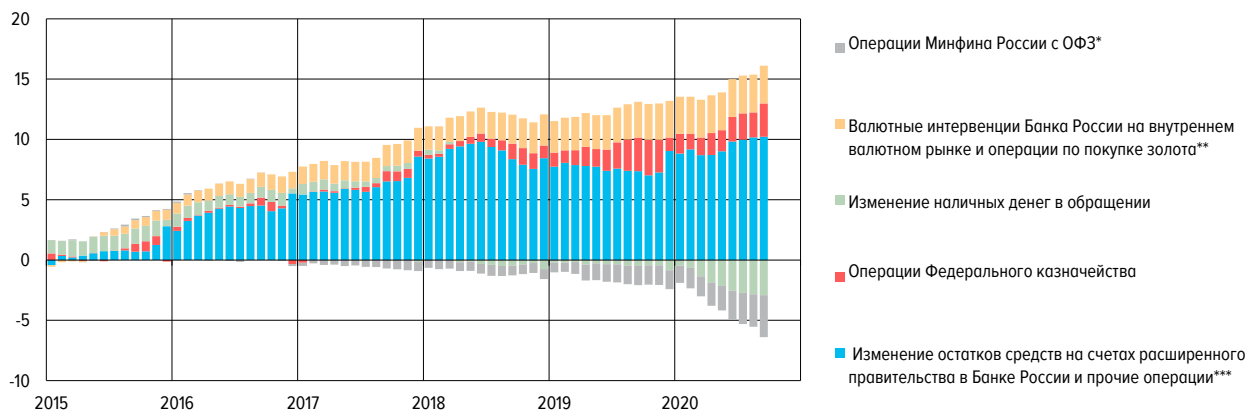
В 2019 году профицит ликвидности изменялся в диапазоне от 2,3 до 4,2 трлн рублей и к концу года составил 2,8 трлн рублей. Это ниже прогноза Банка России в размере 3,6–3,9 трлн рублей, представленного в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. Основным фактором отклонения был меньший, чем ожидалось, приток ликвидности по бюджетному каналу в декабре 2019 года. Прогноз Банка России предполагал, что в том случае, если часть запланированных на 2019 год бюджетных расходов будет перенесена на 2020 год и последующие годы, Федеральное казначейство сможет увеличить объем средств, предлагаемых к размещению на депозиты в банках. Однако за декабрь задолженность кредитных организаций по этим операциям уменьшилась почти в два раза, при этом увеличение бюджетных расходов по сравнению с прошлым годом было умеренным.

Еще одним фактором отклонения фактического уровня профицита от прогнозного было несколько запаздывающее выполнение банками усреднения обязательных резервов и ожидания снижения ключевой ставки в декабре 2019 года. В результате остатки средств на корсчетах банков на конец года составили 2,6 трлн рублей, что выше прогноза Банка России в 2,3 трлн рублей. При этом в среднем за декабрьский период усреднения обязательных резервов структурный профицит ликвидности составил 3 трлн рублей. Среднее значение

² Подробнее см. подраздел данного раздела «Применение инструментов денежно-кредитной политики».

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.

в данном случае позволяет более объективно оценить влияние долгосрочных факторов, в частности бюджетных операций, на ликвидность банковского сектора и снизить эффект от временных стратегий отдельных кредитных организаций по управлению остатками на корсчетах.

В 2020 году значительное влияние на динамику факторов формирования ликвидности оказало введение ограничительных мер в связи с распространением пандемии. После сезонного притока средств в банки в январе-феврале в результате возврата наличных денег после новогодних праздников и роста объема размещения Федеральным казначейством бюджетных средств в банках профицит ликвидности увеличился. Однако с середины марта приток средств в банковский сектор сменился их оттоком. Так, незадолго до объявления нерабочих дней как физические лица, так и предприятия начали предъявлять повышенный спрос на наличные деньги, что привело к оттоку ликвидности из банковского сектора. Кроме того, снизился объем поступлений наличных денег в банки от инкассации

выручки предприятий розничной торговли. Поскольку в апреле-июне это сокращение было более значительным, чем падение оборота розничной торговли, можно предположить, что часть расчетов за товары и услуги перешла из безналичной формы в наличную. В июле – первой половине октября рост объема наличных денег в обращении значительно замедлился, однако по-прежнему превышал объем эмиссии за аналогичные периоды прошлых лет.

Отток ликвидности за счет наличных денег частично был компенсирован ростом бюджетных расходов, которые в апреле-июне существенно увеличились. В основном это было связано с операциями по счетам внебюджетных фондов – выплатами населению, в том числе семьям, имеющим детей, и расходами на медицинскую помощь. При этом снижение цен на нефть марки Urals привело к уменьшению нефтегазовых доходов бюджета, но сокращение оттока ликвидности по этой причине было компенсировано операциями Минфина России по продаже валюты на внутреннем ва-

лютом рынке. Кроме того, в II квартале в результате замедления экономической активности и введения ряда налоговых послаблений сократились поступления от основных нефтегазовых налогов. В июле-сентябре налоговые поступления в бюджет начали постепенно восстанавливаться, а бюджетные расходы снизились.

Превышение расходов расширенного правительства над его доходами было профинансировано в основном за счет снижения остатков средств федерального бюджета и местных органов власти в Банке России, а также ростом внутренних заимствований Минфина России. При этом Федеральное казначейство после получения дохода Банка России от реализации пакета акций ПАО Сбербанк, напротив, смогло увеличить объем размещения депозитов в банках, однако сократило срочность своих операций для сохранения возможностей по оперативному финансированию растущих расходов.

Увеличению потребности банков в ликвидности также способствовал рост величины обязательных резервов, которые банки должны поддерживать в Банке России, в результате валютной переоценки обязательств кредитных организаций в апреле-мае и августе-сентябре. По мере коррекции обменного курса рубля постепенно происходили их обратная переоценка и снижение потребности в ликвидности.

В результате действия указанных факторов за январь-сентябрь профицит ликвидности снизился с 2,8 до 1,4 трлн рублей. Ожидается, что восстановление экономической деятельности будет способствовать возвращению спроса на наличные деньги к уровням, которые были до пандемии. Соответственно, объем наличных денег в обращении станет постепенно сокращаться, но этот процесс

будет смещен на 2021 год. В дезинфляционном и рисковом сценариях при возможном ухудшении эпидемиологической ситуации на прогнозном горизонте не ожидается возврата наличных денег в банки. В 2022–2023 годах динамика наличных денег постепенно приблизится к традиционной траектории, и их объем будет расти в соответствии с динамикой номинального ВВП. При этом значимое сдерживающее влияние на динамику данного показателя, как и ранее, будет оказывать расширение практики использования безналичных расчетов.

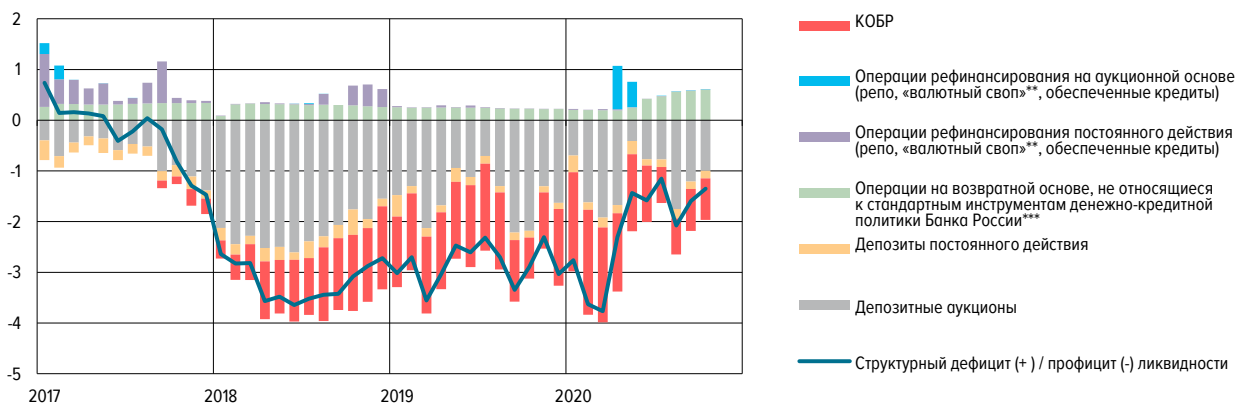
Действие бюджетного правила, а также проведение планируемых Банком России в IV квартале 2020 года продаж иностранной валюты в дополнение к стандартным операциям в рамках бюджетного правила³ будут частично компенсировать ожидаемый приток ликвидности по бюджетному каналу.

К концу 2020 года, по оценкам Банка России, профицит ликвидности составит 1,0–1,4 трлн рублей. В дальнейшем на трехлетнем горизонте возможно снижение профицита ликвидности. Так, профицит ликвидности банковского сектора к концу 2023 года в базовом сценарии составит 0,3 трлн рублей, в рисковом сценарии возможен переход к дефициту ликвидности в размере 0,3 трлн рублей. Эти оценки рассчитаны исходя из основных параметров макроэкономиче-

³ *Нетто-объем указанных дополнительных продаж иностранной валюты составит 185 млрд рублей, что соответствует взаимозачету объема продаж иностранной валюты, связанных со сделкой с пакетом акций ПАО Сбербанк, с объемами покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила, отложенных в 2018 году и марте-апреле 2020 года, а также с объемом осуществленных в марте-апреле упреждающих продаж иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Дополнительно с 26 октября 2020 года Банк России приступил к продаже валюты на внутреннем рынке в объеме 50 млрд рублей в рамках сделки с акциями ПАО «Аэрофлот».*

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.

** Валютный своп по покупке Банком России долларов США и евро за рубли.

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

Источник: Банк России.

ского прогноза Банка России и с учетом бюджетных проектировок Минфина России (подробнее см. раздел 2.2 «Сценарии развития российской экономики в 2021–2023 годах»). Банк России и далее будет абсорбировать избыточные средства с помощью депозитных аукционов и размещения купонных облигаций Банка России. Это позволит поддерживать ставки овернайт около уровня ключевой ставки и формировать денежно-кредитные условия, необходимые для поддержания годовой инфляции вблизи 4%.

ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В 2020 году для достижения операционной цели денежно-кредитной политики в условиях структурного профицита Банк России продолжил абсорбировать избыточную ликвидность, используя, как и ранее, в качестве основного инструмента депозитные аукционы на срок 1 неделя (рис. 4.3). 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».

Эффективная операционная процедура денежно-кредитной политики и своевременно принятые меры (см. врезку 6 «Меры Банка России и Правительства Российской Федерации для преодоления экономических последствий пандемии коронавирусной инфекции») поддержали доверие на финансовых рынках и способствовали сохранению активности рынка межбанковского кредитования в условиях распространения пандемии. Тем не менее в марте-апреле на фоне увеличения неопределенности на финансовых рынках, роста оборотов по клиентским операциям и быстрого снижения структурного профицита ликвидности неравномерность распределения средств среди отдельных кредитных организаций могла стать источником роста волатильности на денежном рынке. Чтобы этого избежать, необходимо было расши-

ритель доступ к ликвидности по ставкам, близким к ключевой, для кредитных организаций. Для сглаживания возникающих дисбалансов дополнительно к своим регулярным операциям по абсорбированию ликвидности с 10 марта по 6 мая Банк России провел 10 аукционов репо «тонкой настройки» с различными сроками. Максимальный размер требований Банка России к кредитным организациям по этим операциям составлял 0,9 трлн рублей. С середины мая с началом нового периода усреднения обязательных резервов при постепенной нормализации динамики факторов формирования ликвидности и стабилизации клиентской активности необходимость в проведении этих операций больше не возникала.

На фоне снижения в марте-апреле уровня профицита ликвидности в банковском секторе Банк России сократил размещение купонных облигаций. Банк России выпускает облигации с целью абсорбировать устойчивую часть избыточной ликвидности на более длительные сроки. Для обеспечения большей гибкости при управлении ликвидностью с помощью недельных депозитных аукционов Банк России снизил объем купонных облигаций в обращении в первом полугодии более чем в 2 раза, до 0,7 трлн рублей.

Кроме того, при сохраняющейся неблагоприятной внешней конъюнктуре и для уменьшения расхождений в срочности активов и пассивов на балансах кредитных организаций Банк России начал проведение аукционов репо на срок 1 месяц по фиксированной ставке и на срок 1 год по плавающей ставке. Вместе с тем кредитные организации довольно быстро адаптировались к сократившемуся уровню структурного профицита и стали пользоваться предоставленными регуляторными послаблениями. Поэтому в мае-сентябре аукционы репо

оставались практически невостребованными. Однако в октябре, несмотря на достаточный уровень ликвидности в банковском секторе, банки вновь увеличили спрос на рефинансирование и привлекли более 0,6 трлн рублей. Это связано с тем, что в конце года динамика бюджетных операций характеризуется разнонаправленными тенденциями. Сезонно бюджетные расходы смещены на последние недели года. При этом привлекать средства для их финансирования Минфин России начал заранее и значительно увеличил объемы размещения ОФЗ на первичном рынке. Это могло сформировать краткосрочные дисбалансы в распределении средств между банками. Для их компенсации Банк России увеличил максимальный объем предоставления средств на срок 1 месяц с 0,4 до 1 трлн рублей. Последующее проведение бюджетных расходов приведет к притоку средств на банковские счета и позволит банкам погасить задолженность по операциям репо.

В 2020 году Банк России для поддержки кредитования экономики в условиях пандемии временно расширил линейку специализированных механизмов рефинансирования, введя несколько инструментов с общим лимитом 500 млрд рублей по предоставлению ликвидности банкам на льготных условиях. Указанные инструменты были призваны стимулировать банки предоставлять кредиты нефинансовым организациям на выплату заработной платы и другие неотложные нужды (в увязке с правительственной программой по субсидированию процентных ставок по банковским кредитам на неотложные нужды и сохранение занятости), а также иные кредиты субъектам малого и среднего предпринимательства. Требования Банка России к кредитным организациям по данным инструментам на 1 октября составили 443 млрд рублей. Кроме

того, Банк России уточнил условия специализированного механизма рефинансирования, направленного на поддержание приемлемых ставок по кредитам субъектам малого и среднего предпринимательства с участием АО «Корпорация МСП»: были сняты отраслевые ограничения, а ставка была снижена до 4% годовых при ограничении ставок конечным заемщикам 8,5% годовых.

В дальнейшем Банк России, принимая во внимание текущие макроэкономические прогнозы, не планирует вносить существенных изменений в операционную процедуру и пересматривать действующую систему инструментов. В результате предусмотренных нововведений обязательные резервы будут лучше выполнять свои задачи. При структурном

профиците основное регулирование объема ликвидности по-прежнему будет осуществляться с помощью еженедельных депозитных аукционов. Устойчивая часть избытка ликвидности будет абсорбироваться через выпуск купонных облигаций, объем эмиссии каждого выпуска, как и ранее, также будет устанавливаться на основании прогноза ликвидности. Переход к структурному дефициту остается весьма маловероятным, однако и на такой случай у Банка России всегда готовы к применению все необходимые инструменты, а текущей операционной процедурой предусмотрен порядок их использования. Банк России продолжит повышать технологичность и удобство обращения кредитных организаций к проводимым им операциям.

ВРЕЗКА 7

ИЗМЕНЕНИЕ ПРАВИЛ И ПРОЦЕДУР ПРОВЕДЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ

Банк России в 2020 году продолжал работу над повышением технологичности проведения операций, настройкой их параметров, развитием системы инструментов денежно-кредитной политики. Также были приняты решения, связанные с изменением подходов Банка России к управлению рисками по операциям.

Развитие электронного документооборота

Ключевым направлением остается развитие электронного документооборота между Банком России и его контрагентами по кредитным операциям.

С 9 января 2020 года обмен с кредитными организациями (филиалами кредитных организаций) документами, связанными с формированием пулов обеспечения, состоящих из нерыночных активов, в рамках стандартных инструментов рефинансирования был переведен в электронный формат через личные кабинеты.

С 28 сентября 2020 года взаимодействие с кредитными организациями в рамках кредитных операций по специализированным инструментам рефинансирования также переведено на электронный документооборот через личные кабинеты.

Технология проведения операций

Банк России продолжил совершенствовать технологию проведения операций, чтобы более гибко применять инструменты денежно-кредитной политики, а кредитные организации могли эффективнее управлять собственной ликвидностью.

С начала 2020 года, как и было запланировано, банкам была предоставлена возможность использовать внутрисуточные кредиты и кредиты овернайт в ночное время, в выходные и праздничные дни для обеспечения расчетов в платежной системе Банка России в сервисе быстрых платежей.

Решение о запуске в мае 2020 года регулярных аукционов репо на длительные сроки потребовало доработки отдельных процедур. В результате стали возможны операции репо с плавающей ставкой.

Управление финансовыми рисками по операциям

Еще одним важным направлением деятельности Банка России является совершенствование работы с обеспечением и требованиями к контрагентам по операциям рефинансирования. При принятии решений по управлению собственными финансовыми рисками по проводимым операциям Банк России прежде всего руководствуется сохранением условий достижения целей денежно-кредитной политики и обеспечения финансовой стабильности.

С начала 2020 года был изменен алгоритм отбора ценных бумаг и нерыночных активов в залог по кредитам Банка России. Теперь отбор активов ориентирован в первую очередь на их качественную оценку – первоначально подбираются в залог активы с наиболее высокими значениями поправочных коэффициентов. Затем уже при отборе учитываются стоимость и срок до погашения активов.

При запуске аукционов репо на длительные сроки было принято решение ограничить перечень используемых в сделках бумаг облигациями федеральных займов, а также ценными бумагами субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, выпуски (эмитенты) которых имеют наивысший кредитный рейтинг по национальной рейтинговой шкале.

Банк России планирует при допуске кредитных организаций к своим операциям отказаться с середины 2021 года от применения критериев, связанных с обязательными резервными требованиями. А с 2022 года Банк России будет определять своих контрагентов по операциям предоставления ликвидности на внутреннем рынке на основе информации о кредитных рейтингах вместо информации об их отнесении к классификационной группе и выполнении ими обязательных резервных требований. Банк России планирует проводить операции репо и операции кредитования с российскими кредитными организациями при условии наличия у них кредитного рейтинга на уровне не ниже «B-(RU)» по классификации рейтингового агентства АКРА (АО) или «ruB-» по классификации рейтингового агентства АО «Эксперт РА».

ВРЕЗКА 8 НОВЫЙ ПОДХОД К ОБЯЗАТЕЛЬНЫМ РЕЗЕРВАМ

В рамках совершенствования механизма обязательного резервирования и снижения регуляторной нагрузки на кредитные организации Банк России в 2021 году упростит порядок расчета размера обязательных резервов и выполнения кредитными организациями обязательных резервных требований.

Новый порядок предполагает отмену составления и представления кредитными организациями специальных отчетов по обязательным резервам. Банк России будет самостоятельно рассчитывать величину обязательных резервов на основании данных уже существующих форм отчетности¹.

Банк России откажется от излишней детализации в распределении резервируемых обязательств между категориями, по которым установлены разные нормативы обязательных резервов. Резервируемые обязательства будут относиться к категориям на основании остатка на балансовом счете в целом; включение или исключение отдельных обязательств в размере части балансового счета будет отменено.

Развитие трехсторонних биржевых сделок с участием центрального контрагента привело к переносу регуляторной нагрузки по формированию обязательных резервов с кредитных организаций – участников сделок на биржевого финансового посредника – кредитную организацию, выполняющую функции центрального контрагента. Для устранения этой диспропорции Банк России намерен включить средства, привлеченные кредитными организациями – участниками в рамках биржевых сделок, в состав резервируемых обязательств кредитных организаций – участников и, соответственно, исключить их из состава резервируемых обязательств кредитной организации – центрального контрагента.

Банк России ранее отменил возможность исключения долгосрочных обязательств из состава резервируемых, столкнувшись на практике с большим количеством ошибок кредитных организаций и нестабильностью условий договоров на привлечение долгосрочных средств. С учетом этого в новой схеме долгосрочные резервируемые обязательства в отдельную категорию также выделяться не будут.

Важным элементом перехода на новый порядок станет расширение использования механизма усреднения обязательных резервов. Усреднение обязательных резервов позволяет кредитным организациям повысить возможности по оперативному регулированию своей ликвидности, то есть оперативно изменять величину средств на корреспондентских счетах в Банке России.

В текущей схеме при формировании банками обязательных резервов часть средств ежемесячно блокируется на счетах для хранения обязательных резервов в Банке России. При сравнительно небольшой доле таких средств (20% от общей суммы обязательных резервов банка) технические ошибки банка при переводах этих средств на счет в Банке России могут привести к штрафам и запрету на участие в операциях рефинансирования Банка России.

Кроме того, сейчас отдельные кредитные организации не используют максимально установленный коэффициент усреднения обязательных резервов, другие лишены права на усреднение в связи со своим финансовым положением. Это усложняет как процедуру формирования обязательных резервов для кредитных организаций, так и контроль за их формированием со стороны Банка России.

¹ Предусмотрены Указанием Банка России от 08.10.2018 № 4927-У «О перечне, формах и порядке составления и представления форм отчетности кредитных организаций в Центральный банк Российской Федерации».

В новой схеме при ежемесячном расчете размера обязательных резервов будет изменяться только их усредненная величина, тогда как изменение остатков средств на счетах для хранения обязательных резервов будет осуществляться один раз в год². При этом кредитные организации, допустившие недовзнос на счета для хранения обязательных резервов, смогут пользоваться операциями рефинансирования, но применение штрафов за такие нарушения сохранится.

Для большего вовлечения кредитных организаций в использование механизма усреднения в новой схеме обязательно применение единых коэффициентов усреднения, установленных Банком России отдельно для банков и для небанковских кредитных организаций.

Значительные изменения затронут также порядок расчета и применения штрафов за нарушение кредитными организациями обязательных резервных требований. Так, штраф будет применяться за нарушения, допущенные кредитной организацией не более чем в 12 последних отчетных периодах (периодах усреднения). При выявлении недовзноса в связи с заменой кредитной организацией отчетности после окончания периода регулирования сумма штрафа будет рассчитываться с учетом длительности допущенного нарушения.

Реализация предлагаемых подходов позволит упростить порядок определения величины обязательных резервов кредитных организаций, повысить прозрачность расчета, сократить количество ошибок и, соответственно, случаев применения штрафов за нарушение кредитными организациями обязательных резервных требований, снизить издержки кредитных организаций и Банка России, связанные с регулированием размера обязательных резервов, а также проведением инспекционных проверок.

В октябре 2020 года Банком России запущено пилотирование целевого процесса регулирования размера обязательных резервов в соответствии с проектом нового положения Банка России «Об обязательных резервах кредитных организаций». В рамках участия в пилотировании кредитные организации смогут оценить объем изменения обязательных резервов в связи с их расчетом по новому порядку, в том числе в целях улучшения качества прогноза собственной ликвидности.

² Сроки соответствующего периода регулирования будут публиковаться на официальном сайте Банка России.

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1 ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В РОССИИ

Изменяя ключевую ставку, Банк России влияет на процентные ставки в экономике, стоимость финансовых активов и валютный курс. Изменение цен на финансовом рынке через цепочку экономических взаимосвязей влияет на спрос на товары и услуги и в результате на инфляцию. Важным фактором динамики цен в экономике являются также инфляционные ожидания бизнеса, домашних хозяйств и участников финансового рынка. В условиях доверия к центральному банку они закрепляются вблизи целевого уровня инфляции и изменяются с учетом прогнозов и разъяснений центрального банка о будущей инфляции и денежно-кредитной политике.

В современной экономической теории и практике механизм, через который денежно-кредитная политика воздействует на экономику и инфляцию, называют трансмиссионным механизмом и выделяют в его составе различные каналы (см. Схему трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики). В российской экономике ключевым каналом является процентный, значимыми являются также канал инфляционных ожиданий, кредитный и валютный каналы. Другие каналы трансмиссионного механизма, выделяемые в экономической литературе (балансовый канал, канал благосостояния, канал принятия риска, канал денежных потоков), также играют определенную роль в функционировании трансмиссионного механизма, но менее значимы.

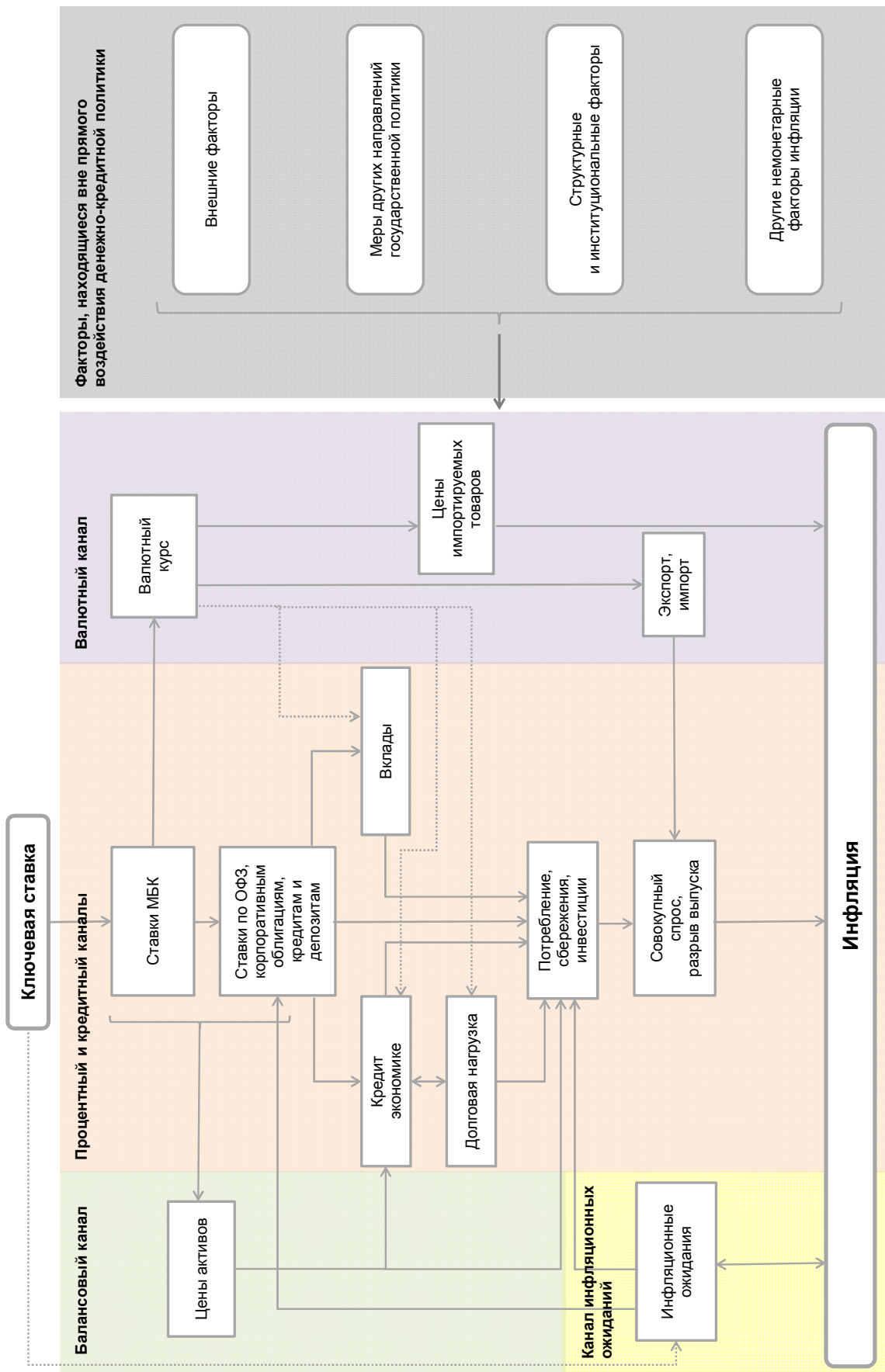
Кроме того, на инфляцию и функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики воздействует ряд немонетарных факторов, то есть факторов, на которые центральный банк не оказывает непосредственного влияния. К их числу относятся структурные и институциональные особенности экономики, технологические и природные процессы, в том числе эпидемии и изменения климатических условий, влияющие на спрос и предложение на отдельных сегментах товарного рынка.

Принимая решение по денежно-кредитной политике, Банк России оценивает, как влияние этого решения будет распространяться по каждому из основных каналов трансмиссионного механизма, опираясь на имеющиеся оценки силы и скорости трансмиссии на каждом этапе, а также учитывая действие немонетарных факторов.

В данном приложении дана характеристика основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России. При ознакомлении с материалами данного приложения необходимо учитывать ряд фактов.

Во-первых, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики опирается на фундаментальные макроэкономические и макрофинансовые взаимодействия. Набор каналов, по которым денежно-кредитная политика влияет на поведение участников рынка и в конечном итоге на инфляцию, почти не меняется. Параметры этих каналов меняются медленно, по мере накопления структурных изменений в реальном и финансовом секторах национальной экономики. Поэтому оценки параметров трансмиссионного механизма основываются на анализе развития экономики в тече-

Схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики*



* Москатов А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9.

ние длительного периода. Однако в конкретный момент времени шоки, связанные с пандемией, нестабильностью на мировых рынках или иными факторами, могут существенно исказить функционирование трансмиссионного механизма. Такие искажения, как правило, недолговечны, и со временем восстанавливается характер влияния денежно-кредитной политики на экономику, преобладавший до шока. В данном материале внимание концентрируется на долгосрочных закономерностях функционирования трансмиссионного механизма, хотя при необходимости указывается на то, как эти закономерности изменились в условиях нестабильности, связанной с пандемией коронавирусной инфекции в 2020 году.

Во-вторых, влияние изменений ключевой ставки на финансовые активы, валютный курс и совокупный спрос в значительной степени является симметричным. Поэтому далее в тексте речь о повышении или понижении ставки идет исключительно из соображений наглядности. Так, если сказано, что снижение ключевой ставки на 1 п.п. ведет к росту кредитования на 1,5%, это значит, что увеличение ключевой ставки на 1 п.п. ведет к сокращению кредитования на 1,5%.

В-третьих, в данном приложении приводится количественная оценка только непосредственного эффекта влияния изменений ключевой ставки на финансовый сектор и экономику, структурные эффекты денежно-кредитной политики не учитываются. К примеру, повышение ключевой ставки при неизменных инфляционных ожиданиях снижает совокупный спрос в экономике, экономическую активность и инфляцию. Однако закрепление инфляции на низком уровне, обеспеченное повышением ключевой ставки, позволяет заякорить инфляционные ожидания. В результате снижаются инфляционные риски, закладываемые в ставки по кредитам и депозитам, и эти ставки со временем снижаются. Инвесторы не опасаются размещать средства на длительный срок, финансирование становится доступным для проектов с более длинными сроками окупаемости, и за счет реализации этих проектов растет экономическая активность.

Напротив, снизив ключевую ставку ниже экономически оправданного уровня, наряду с недолгим ускорением экономической активности можно ожидать устойчивого роста инфляции и инфляционных ожиданий, снижающего привлекательность сбережений и инвестиций и в долгосрочной перспективе ограничивающего инвестиционный спрос. Однако количественный анализ структурных эффектов выходит за пределы тематики данного приложения, далее оценивается только непосредственный эффект изменения ключевой ставки (временное снижение спроса при повышении ключевой ставки и его временный рост при снижении ставки). Эффекты отдельных структурных изменений (прежде всего связанных с изменением инфляционных ожиданий) характеризуются на качественном уровне.

• **Процентный канал и связанные с ним каналы трансмиссионного механизма**

Важнейшую роль в передаче импульсов денежно-кредитной политики играет процентный канал трансмиссионного механизма. В рамках данного канала изменение ключевой ставки влияет на ставки на всех сегментах национальной финансовой системы. Изменение ставок по кредитам и депозитам определяет готовность компаний и населения занимать или сберегать и, соответственно, спрос на финансовые инструменты (процентный канал). Одновременно изменение ставок финансового рынка влияет на возможности банков и финансовых компаний наращивать кредитование

экономики и, таким образом, на предложение финансовых инструментов (кредитный и балансовый каналы, канал принятия риска). Взаимодействие этих процессов приводит к изменению объемов финансовых операций и, соответственно, агрегатного спроса в экономике. Первым этапом этих каналов является трансмиссия изменений ключевой ставки на ставки по инструментам финансового рынка.

Влияние ключевой ставки на процентные ставки в экономике. Как отмечено выше, решения по денежно-кредитной политике воздействуют на экономику через финансовый сектор. На первом этапе изменение ключевой ставки Банка России транслируется в изменение процентных ставок на всех сегментах финансового рынка. Это происходит в срок от 1 дня до нескольких кварталов в зависимости от сегмента рынка и при прочих равных условиях в масштабах, сопоставимых с фактическим и ожидаемым изменением ключевой ставки. При этом на динамику процентных ставок на более длительные сроки влияют не только фактические, но и ожидаемые в будущем решения по денежно-кредитной политике.

В первую очередь изменение ключевой ставки почти мгновенно приводит к изменению на аналогичную величину однодневных ставок рынка МБК. Эти ставки постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России, что обеспечивается операциями Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора. В результате ставки МБК формируются на целевом уровне при любой ситуации с ликвидностью банковского сектора (см. врезку 9 «Состояние ликвидности банковского сектора и возможности кредитования экономики»).

Поскольку ставки по однодневным МБК играют ключевую роль в функционировании трансмиссионного механизма, Банк России уделяет особое внимание прозрачности и надежности их индикаторов. В 2020 году был реформирован порядок расчета эталонной процентной ставки RUONIA. Стремясь повысить доверие к индикатору и привести его в соответствие с международными стандартами качества индикаторов денежного рынка, Банк России принял на себя функции администратора ставки.

Изменение однодневной ставки МБК транслируется в изменение ставок МБК на более длительные сроки. Это требует чуть больше времени и определяется не только фактическим снижением или повышением однодневной ставки, но и смещением ожиданий участников рынка относительно ее динамики в будущем. Банки могут как день за днем размещать или привлекать однодневные МБК, так и совершить одну операцию на более длительный срок. Банки выбирают более выгодный для себя вариант действий, и, если ожидается, что однодневные ставки будут расти, банки-кредиторы будут требовать более высокой ставки по долгосрочным операциям и наоборот. Поскольку однодневная ставка МБК тесно связана с ключевой ставкой, эти ожидания в значительной мере формируются под влиянием заявлений и прогнозов Банка России, в первую очередь сигнала о будущей денежно-кредитной политике.

Ожидания участников рынка относительно траектории изменения ключевой ставки в будущем оказывают довольно существенное влияние на динамику процентных ставок. Так, в случае если участники рынка заранее ожидают изменения ключевой ставки в будущем, корректировка ставок на более длительные сроки может произойти еще до того, как фактически изменится ключевая ставка и, соответственно, краткосрочные ставки МБК. В результате рост или снижение долгосрочных ставок может опережать изменение краткосрочных ставок. Возможна и обратная ситуация. Например, если центральный банк повышает ключевую ставку в ответ на рост рисков уско-

рения инфляции, для участников рынка это может означать, что повышение инфляции в результате своевременной реакции денежно-кредитной политики окажется меньше, чем могло бы быть, и центральный банк в будущем сможет быстрее перейти к снижению ключевой ставки. В результате краткосрочные ставки МБК в ответ на повышение ключевой ставки изменятся более существенно, чем долгосрочные. Роль ожиданий в формировании долгосрочных ставок предопределяет высокую значимость коммуникации центрального банка для обеспечения эффективного функционирования процентного канала трансмиссионного механизма.

Кроме ожиданий, на уровень межбанковских ставок на различные сроки оказывает влияние ряд других факторов (уровень неопределенности в экономике, влияющий на премию по кредитам на более длительные сроки, структура рынка, включая концентрацию заемщиков и кредиторов на его отдельных сегментах). По оценкам Банка России, в период после перехода к режиму инфляционного таргетирования изменение однодневной ставки МБК (RUONIA) на 1 п.п. в течение двух недель транслировалось в изменение ставок МБК сроком менее 1 года на 0,75–1 п.п.; ставок сроком от 1 до 5 лет – на 0,45–0,75 п.п.; ставок сроком более 5 лет – на 0,35–0,4 процентного пункта.

Банки могут использовать межбанковские кредиты наряду с другими финансовыми инструментами – облигациями, кредитами и депозитами. Поэтому вслед за изменением ставок по межбанковским кредитам изменяются и ставки на других сегментах финансового рынка. Быстрее всего изменения межбанковских кредитных ставок транслируются в доходность облигаций. В силу большого числа участников рынка и значительных объемов вторичных торгов любая новая информация (в том числе изменение текущего уровня ставок МБК и ожиданий относительно их будущей динамики) почти сразу ведет к изменению спроса и предложения на рынке, влияя на доходность облигаций. По оценкам Банка России, изменение ставок МБК приводит к аналогичному сдвигу кривой доходности облигаций федерального займа (ОФЗ) в течение одного месяца. Масштаб и скорость изменения доходностей корпоративных облигаций сопоставимы с аналогичными показателями для ОФЗ. Такое изменение доходности облигаций происходит при неизменности прочих факторов (помимо ставок МБК на доходность облигаций влияют колебания спроса со стороны тех или иных групп инвесторов, единичные крупные эмиссии, изменение структуры рыночного портфеля корпоративных облигаций, бюджетная политика и ожидания ее будущих изменений, а также ряд других факторов).

Ставки по межбанковским кредитам и доходность облигаций, в свою очередь, влияют на ставки по банковским кредитам и депозитам. Это влияние обеспечивается за счет двух взаимосвязей. Во-первых, банки, выбирая между различными финансовыми инструментами, отдают предпочтение тем из них, ставки по которым привлекательнее. К примеру, если доходность облигаций снижается и, размещая средства на кредитном рынке, банки могут получить большую прибыль, чем покупая облигации, они будут наращивать кредитные операции и снижать кредитные ставки, чтобы увеличить свою долю на рынке. В результате ставки по кредитам и депозитам изменяются в том же направлении, что и доходность облигаций и ставки МБК. Во-вторых, ставки МБК и доходности ОФЗ широко используются в ценообразовании по основным банковским продуктам, в том числе через механизм трансфертной кривой (см. врезку 10 «Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям»).

Изменение ставок по банковским продуктам происходит несколько медленнее, чем на рынках МБК или облигаций, что во многом связано с особенностями принятия решения об изменении условий стандартных кредитных и депозитных продуктов, которое занимает разное время для разных банков. При этом реакция краткосрочных ставок на изменение ставок МБК происходит быстрее, чем долгосрочных, а подстройка ставок на депозитном рынке занимает у банков больше времени, чем на кредитном. Это связано в том числе с тем, что депозит является стандартным продуктом, ставки по которому изменяются лишь после того, как банк централизованно примет решение об установлении новых условий. В результате изменение краткосрочных (сроком до 1 года) ставок МБК на 1 п.п. приводит к изменению среднерыночных ставок по краткосрочным кредитам на 0,8 п.п. в срок до 2–4 месяцев, по краткосрочным депозитам – в срок до 6–8 месяцев. Ставки по банковским кредитам на длительные сроки при изменении ставок МБК на те же сроки на 1 п.п. изменяются на 0,8 п.п. в срок до 4–6 месяцев, по долгосрочным депозитам – 7–9 месяцев¹. Оставшиеся 0,2 п.п. переносятся как на кредитные, так и на депозитные ставки в течение длительного времени.

Ставки по кредитам и депозитам учитывают не только конъюнктуру фондового и денежного рынков, но и ситуацию на смежных сегментах кредитного или депозитного рынков. К примеру, устанавливая ставки по долгосрочным кредитам, банки учитывают не только ставки по долгосрочным ОФЗ или МБК, но и ставки по кредитам на более короткие сроки. Поэтому при изменении долгосрочных ожиданий относительно динамики ключевой ставки и, соответственно, соотношения ставок в кратко- и долгосрочном сегментах фондового и денежного рынков, подстройка кредитных и депозитных ставок к изменившейся ситуации может происходить с дополнительной задержкой. В частности, в 2020 году резкое снижение ключевой ставки, связанное с пандемией, в короткий срок отразилось на форме кривой доходности по облигациям. В то же время кредитный и депозитный рынки медленно адаптировались к изменившейся ситуации: соотношение долго- и краткосрочных ставок на этих рынках корректировалось слабо и неустойчиво.

Наряду со ставками МБК и доходностью ОФЗ, на ставки по банковским кредитам и депозитам влияют и другие факторы, в том числе оценки банками кредитных рисков и, соответственно, риск-премии по кредитам, инфляционные ожидания как самих банков, так и их клиентов, издержки банков, связанные с привлечением депозитов и размещением кредитов, оценки заемщиками перспектив роста спроса в экономике.

Влияние процентных ставок на кредитование, сбережения, инвестиции и потребление. Изменение процентных ставок на различных сегментах финансового рынка влияет на готовность участников экономики заимствовать, инвестировать, сберегать или потреблять и, соответственно, транслируется в динамику денежно-кредитных показателей, потребительского и инвестиционного спроса. При прочих равных обстоятельствах чем ниже процентные ставки, тем выше рост кредитования, потребления и инвестиций и наоборот.

В рамках трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики выделяются несколько каналов влияния процентных ставок на кредитную и сберегательную ак-

¹ В случае резкого и существенного шока ставок денежного рынка их трансмиссия на кредитные и депозитные ставки может быть более быстрой (как это произошло в конце 2014 – начале 2015 года).

тивность. Во-первых, текущий уровень процентных ставок непосредственно влияет на привлекательность кредитов и депозитов для клиентов банков и, соответственно, на выбор между текущим и будущим потреблением (последний этап процентного канала трансмиссионного механизма). При снижении ставок становится проще финансировать текущие расходы за счет заемных средств и менее привлекательно сберегать, откладывая расходы на будущее. При повышении ставок, напротив, увеличивается привлекательность депозитов и снижается привлекательность кредитования. Этот канал, связанный со спросом на финансовые продукты со стороны клиентов банков, называется **процентным каналом трансмиссионного механизма**.

Во-вторых, изменение процентных ставок влияет на рыночную стоимость акций, облигаций, недвижимости и других активов: при снижении ставок цены активов растут, а при повышении – уменьшаются. При этом наиболее сильно и быстро реагируют цены на рынке финансовых активов, где сделки совершаются быстрее, чем, например, на рынке недвижимости. Так как активы, имеющиеся в собственности компаний и населения, могут служить для них обеспечением по кредитам, то рост их стоимости повышает возможности компаний и домохозяйств по привлечению заемных средств. Это дополнительно способствует расширению кредитования при снижении ключевой ставки или снижает кредитную активность при повышении ставки (**балансовый канал трансмиссионного механизма или канал цен активов**). Анализ данных балансов по широкому кругу российских компаний реального сектора подтверждает работоспособность балансового канала в российской экономике, однако в целом действие этого канала менее значимо по сравнению с другими. Это связано с тем, что активы, цены которых зависят от уровня процентных ставок, в российской практике пока почти не используются компаниями и в особенности населением в качестве залога.

В-третьих, изменение рыночной стоимости активов, вызванное изменением процентных ставок, влияет не только на клиентов банков, но и на сами банки. Рост стоимости банковских активов увеличивает банковский капитал, благодаря чему банки могут увеличивать кредитные операции. В то же время снижение стоимости банковских активов, вызванное ростом процентных ставок, сокращает капитал банков и ограничивает возможности банков наращивать кредитование. В масштабах российской банковской системы данный канал влияния процентных ставок на объемы кредитования (**узкий кредитный канал трансмиссионного механизма**) ограниченно значим, так как большинство российских банков имеют достаточный запас собственного капитала (в середине 2020 года норматив достаточности собственного капитала по российскому банковскому сектору составлял более 12%, в полтора раза превысив минимальное значение норматива). Однако для отдельных крупных банков фактор достаточности собственного капитала может влиять на объемы и структуру кредитных операций. Действенность двух описанных выше каналов сдерживается не только охарактеризованными структурными особенностями российского финансового сектора, но и наличием широкого спектра внешних факторов, влияющих на настроения участников фондового рынка. В 2020 году таким фактором стала временная дезорганизация мировой экономики, связанная с пандемией.

В-четвертых, текущий уровень ставок в экономике влияет на выбор банков между более и менее рискованными операциями (**канал принятия риска**). Снижение рыночных ставок ограничивает процентные доходы банков, и это стимулирует банки выда-

вать больше кредитов, в том числе за счет расширения кредитования более рискованных (соответственно, кредитруемых по более высокой ставке) заемщиков.

В-пятых, функционирование кредитного канала, а также канала принятия риска связано с **влиянием процентных ставок на долговую нагрузку** на банковских заемщиков (уровень долговой нагрузки показывает, какая часть доходов заемщиков уходит на выплату процентов и погашение долгов). Рост долговой нагрузки, с одной стороны, снижает возможность заемщиков обслуживать свои текущие обязательства и, соответственно, привлекать новые кредиты, снижая спрос на кредитном рынке. С другой стороны, растущая долговая нагрузка на заемщика (и, соответственно, рост риска того, что кредит будет возвращен не в полном объеме или с нарушением установленных сроков) ведет к формированию банками дополнительных резервов на возможные потери, что снижает банковский капитал и ограничивает возможности банков наращивать кредитование (кредитный канал). Кроме того, процентные ставки используются в стандартных моделях анализа рисков. Если ставки (и долговая нагрузка на заемщика) снижаются, банк оценивает заемщика как более надежного и охотнее предоставляет кредиты такому заемщику (канал принятия рисков).

Помимо влияния через кредитную активность, растущая долговая нагрузка также непосредственно влияет на агрегатный спрос в экономике, так как чем больше средств тратится заемщиками на обслуживание своих обязательств, тем меньше остается для финансирования своих расходов. Для измерения уровня долговой нагрузки может быть использован такой показатель, как коэффициент обслуживания долга – отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов.

Степень и скорость влияния изменения процентных ставок на долговую нагрузку зависят от структуры кредитного рынка. В частности, чем больше доля кредитов, выданных по плавающей процентной ставке (привязанной, к примеру, к ключевой ставке или ставкам МБК), тем быстрее изменение уровня ставок в экономике транслируется в рост или снижение процентных расходов заемщиков. В российской практике плавающие процентные ставки постепенно набирают популярность, но пока уступают фиксированным ставкам. В середине 2020 года кредиты по фиксированным ставкам составляли почти три четверти портфеля корпоративных кредитов. Скорость трансмиссии изменения процентных ставок на уровень долговой нагрузки зависит также от срочности кредитования. Чем ниже средняя срочность кредитования, тем быстрее выданные ранее кредиты замещаются новыми кредитами, выданными по изменившимся ставкам, тем быстрее реагирует уровень долговой нагрузки на изменение процентных ставок. В середине 2020 года на кредиты сроком свыше 1 года приходилось около 80% портфеля срочных корпоративных кредитов и 90% портфеля розничных кредитов. Соответственно, изменение рыночных ставок относительно медленно сказывалось на долговой нагрузке российских заемщиков.

По оценкам Банка России, при изменении средневзвешенной² процентной ставки по кредитам в рублях и иностранной валюте на 1 п.п. коэффициент обслуживания долга для населения сонаправленно изменяется приблизительно на 0,1 п.п., для компаний – на 0,3 процентного пункта. Учитывая наличие лагов трансмиссии, а также срочную структуру кредитования, влияние ставки полностью отражается на уровне долговой нагрузки в течение примерно двух лет, следующих за периодом изме-

² Средняя ставка, взвешенная по объему предоставленных средств по всем срокам.

нения ставки. Существуют и другие факторы, которые влияют на динамику долговой нагрузки, например колебания валютного курса, приводящие к переоценке объема задолженности в иностранной валюте. В отдельных случаях вклад таких факторов в формирование долговой нагрузки, а следовательно, и кредитной активности, может существенно превышать непосредственно вклад изменения процентных ставок. Это, во-первых, может значимо влиять на трансмиссию денежно-кредитной политики и, во-вторых, являться источником рисков для финансовой стабильности. Превышение критических уровней долговой нагрузки, как подтверждают и оценки Банка России, может приводить к увеличению рисков неплатежеспособности домохозяйств и компаний реального сектора и последующему их банкротству. Результатом может выступать снижение финансовой устойчивости банковского сектора в связи с накоплением проблемных кредитов и сокращением уровня достаточности капитала. Это, в свою очередь, может стать фактором резкого и длительного охлаждения кредитной активности, роста премий за кредитный риск, снижения эффективности воздействия денежно-кредитной политики на экономику через изменение процентных ставок, а при наиболее неблагоприятном развитии событий – источником кризисных явлений в экономике. С учетом указанных факторов при оценке влияния кредита на экономику в фокусе внимания Банка России находятся не только основные денежно-кредитные агрегаты, но и широкий круг индикаторов функционирования банковского сектора, в том числе показатели долговой нагрузки заемщиков. Кроме того, Банк России принимает во внимание, что на динамику кредитной активности могут оказывать влияние макропруденциальные меры и изменения банковского регулирования, и оценивает потенциальные эффекты подобных мер на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, а также учитывает их при прогнозировании и принятии решений.

Взаимодействие охарактеризованных выше механизмов определяет степень и скорость изменения кредитной активности, вызванной изменением процентных ставок. По оценкам Банка России, повышение или снижение средневзвешенной ставки по рублевым кредитам, вызванное изменением ключевой ставки Банка России, приводит к изменению кредита экономике в течение двух лет, однако большая часть этого эффекта приходится на два квартала после изменения ставки. Спрос и предложение на кредитном рынке формируются под влиянием не только процентных ставок, в значительной степени определяемых денежно-кредитной политикой, но и широкого спектра иных факторов. К числу этих факторов относятся фаза экономического цикла, деловой климат, качество корпоративного управления, настроения участников кредитного рынка и их склонность к риску. При анализе динамики кредитования Банк России учитывает названные выше факторы.

В свою очередь изменение кредитной активности воздействует на динамику экономической активности как на горизонте до года, так и на более длительных горизонтах (до 2,5 лет), в том числе из-за сопряженного изменения уровня долговой нагрузки. Изменение привлекательности заимствований и сбережений для населения, происходящее вследствие изменения процентных ставок, влияет на **норму сбережений**. Чем больше норма сбережений, тем меньшую часть своих располагаемых доходов население направляет на покупку товаров и услуг, то есть потребительский спрос сокращается, и наоборот, при снижении нормы сбережений увеличивается потребительская активность домохозяйств. Норма сбережений рассчитывается на чистой основе как разница между вложениями в активы и приростом кредитования, отнесенная

к располагаемым доходам населения. По оценкам Банка России, изменение процентной ставки по кредитам населению в рублях приводит к сонаправленному смещению нормы сбережения. В течение года этот эффект может усиливаться, так как на устойчивое изменение ставки с течением времени реагирует все больше людей, принимая решения о сбережениях и кредитовании.

При этом следует отметить, что на среднесрочном горизонте норма сбережений колеблется вокруг относительно стабильного уровня, который определяется набором устойчивых факторов. К ним относятся культурные национальные особенности (например, отношение к приобретению товаров в долг), демографическая ситуация, государственная политика – доступность социальной помощи (уменьшает необходимость в сбережениях), налогообложение доходов от сбережений и другие факторы. Краткосрочные колебания нормы сбережений вокруг устойчивого уровня могут быть связаны не только с динамикой процентных ставок, но и с другими факторами. В частности, в периоды экономической турбулентности наблюдается рост нормы сбережений, связанный с возросшей неопределенностью и стремлением создать определенный резерв финансовых ресурсов. В период пандемии этот фактор усугублялся ограниченными возможностями потребления в условиях изоляции и, соответственно, наращиванием краткосрочных сбережений, предназначенных для финансирования отложенного потребления в будущем.

Рыночные процентные ставки, влияя на норму сбережений, определяют относительную ценность текущего и будущего потребления и с учетом текущего и ожидаемого будущего потока доходов оказывают влияние на текущий потребительский спрос. Изменение рыночных процентных ставок, которое приводит к увеличению или снижению спроса на новые заемные средства со стороны фирм, отражается также на динамике инвестиционного спроса. В России этот эффект, по оценкам Банка России, менее выражен по сравнению с влиянием на потребительский спрос. Во многом это связано с преобладающей долей собственных средств при финансировании инвестиций в российской экономике. Несмотря на некоторый рост за последние десятилетия, привлеченные кредиты и ссуды (включая средства лизинговых компаний) по-прежнему обеспечивают только около 15% вложений в основной капитал. В будущем возможен некоторый рост роли заемных ресурсов в финансировании инвестиций (за счет как банковского кредитования, так и выпуска облигаций), однако, учитывая инертность изменений структуры финансирования инвестиций, наблюдаемую в прошлом, этот процесс потребует длительного времени. Рыночные процентные ставки, оказывая влияние на потребительский и инвестиционный спрос, одновременно определяют изменение и спроса на импорт. **Взаимодействие охарактеризованных выше механизмов приводит к тому, что снижение процентных ставок влечет за собой временное ускорение роста потребительского и инвестиционного спроса и формирование положительного разрыва выпуска, а рост ставок, напротив, ведет к возникновению отрицательного разрыва выпуска.**

Влияние динамики спроса и предложения на потребительские цены. Изменение потребительской, производственной и инвестиционной активности, происходящее под влиянием изменения процентных ставок, транслируется в изменение совокупного спроса и предложения и далее – потребительских цен. Это является финальным этапом трансмиссии. Колебания выпуска как наблюдаемого статистикой результата взаимодействия спроса и предложения могут приводить к усилению или снижению ин-

фляционного давления в экономике. В то же время в соответствии с мировым опытом и экономической теорией источником давления на цены может быть лишь такая динамика выпуска, которая отклоняет его уровень от равновесия, или производственного потенциала экономики. Такое отклонение называется разрывом выпуска (см. врезку 11 «Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов)»). Наличие существенного положительного разрыва выпуска при прочих равных условиях формирует риски устойчивого отклонения инфляции вверх от цели, а в случае отрицательного разрыва – устойчивого отклонения вниз.

По оценкам Банка России, формирование разрыва выпуска на уровне 1% приведет к изменению квартальной аннуализированной инфляции на 0,2–0,5 п.п. в следующем квартале: повышению инфляции в случае положительного разрыва выпуска и ее замедлению в случае отрицательного разрыва. При этом проинфляционное (дезинфляционное) влияние наблюдается на протяжении всего периода сохранения положительного (отрицательного) разрыва выпуска, а не только в случае его увеличения или сокращения.

Таким образом, в логике процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и связанных с ним каналов изменение ключевой ставки, последовательно пройдя через этапы воздействия на процентные ставки в экономике, денежно-кредитные показатели и показатели реального сектора экономики, транслируется в изменение темпов роста потребительских цен. По оценкам Банка России, в целом для того, чтобы импульс от изменения ключевой ставки в полной мере транслировался в динамику инфляции, требуется до 3–6 кварталов.

• Канал валютного курса

Изменение рыночных процентных ставок, вызываемое изменением ключевой ставки Банка России, воздействует также на сравнительную привлекательность вложений в рублевые и валютные финансовые инструменты. В результате изменяется спрос иностранных инвесторов на российские инструменты, а российских инвесторов – на иностранные. Вследствие этого изменяется курс рубля, который, в свою очередь, является значимым фактором формирования внутренних цен. Данный механизм влияния ключевой ставки на инфляцию определяется как канал валютного курса.

Понятие валютного канала используется лишь в тех случаях, когда изменения курса обусловлены операциями центрального банка. К валютному каналу не имеет отношения ослабление или укрепление национальной валюты, происходящее под влиянием внешних и внутренних факторов, которые напрямую не зависят от центрального банка. Хотя эти факторы лежат за пределами непосредственно трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, Банк России учитывает их при анализе текущей ситуации, прогнозировании инфляции и принятии решений по денежно-кредитной политике. Определенное влияние на внутренний валютный рынок могут оказывать также операции центрального банка по покупке и продаже валюты, однако в рамках режима плавающего валютного курса они не нацелены на достижение определенного уровня курса или темпа его изменения, решают отдельные задачи и не направлены на воздействие на динамику инфляции или экономического роста. В отсутствие рисков для финансовой стабильности влияние этих операций на валютный рынок близко к нейтральному. Операции на внутреннем валютном рынке, осуществляемые в рамках бюджетного правила, Банк России рассматривает как одну из предпосылок при

формировании прогноза, на основании которого принимаются решения по ключевой ставке.

Курсовая динамика, в свою очередь, оказывает значимое влияние на инфляцию, действуя как напрямую через цены импортируемых товаров, так и через ряд косвенных эффектов. Валютный курс реагирует на изменение ключевой ставки и однодневной ставки межбанковского рынка, по оценкам Банка России, в основном в течение одной недели. При этом реальный эффективный курс рубля при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,9% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК³.

Прямое воздействие курса на инфляцию на потребительском рынке реализуется как непосредственно через цены на импортируемые потребительские товары и услуги, так и через цены на импортируемое сырье, материалы, комплектующие. В силу значительной доли импорта на российском рынке динамика обменного курса рубля оказывает заметное влияние на инфляцию. В 2017 – начале 2020 года импорт обеспечивал не более 39% товарных ресурсов розничной торговли (в торговле продовольственными товарами – не более 28%).

Опосредованное воздействие изменения валютного курса на инфляцию происходит через влияние на стоимость экспорта и импорта. Ослабление национальной валюты приводит к увеличению стоимости импорта и снижению его относительной привлекательности для отечественного потребителя, что расширяет возможности как импортозамещения, так и повышения цен на замещающую отечественную продукцию. Рост рублевой стоимости экспорта, также происходящий в случае ослабления национальной валюты, формирует повышательное давление на цены тех товаров, которые одновременно направляются на экспорт и продаются на внутреннем рынке. В случае сырьевых товаров это формирует также и общее давление со стороны затрат.

По оценкам Банка России, основной эффект от изменения курса рубля на динамику внутренних цен проявляется в течение 6 месяцев после изменения курса. Реакция внутренних цен на ослабление рубля может быть сильнее, чем в случае его укрепления, в особенности на краткосрочном горизонте (см. врезку 12 «Об оценке эффекта переноса обменного курса в инфляцию»). Такая асимметрия реакции связана в том числе с особенностями формирования инфляционных ожиданий населения и бизнеса, в большей степени чувствительных к ослаблению рубля, чем к укреплению (см. подраздел данного приложения «Канал инфляционных ожиданий»). В то же время нельзя исключить, что масштаб реакции цен товаров и услуг выравнивается на более длительных временных горизонтах. В этом случае, например, ослабление рубля ведет к краткосрочной, но достаточно сильной реакции цен, в то время как укрепление рубля оказывает схожий по масштабу, но более растянутый во времени эффект. Однако для получения более надежных и устойчивых оценок чувствительности российской инфляции к курсовой динамике на длительных горизонтах необходимо накопить статистические данные за более длительный период, на котором отсутствовали бы такие существенные структурные сдвиги в российской экономике, как в недавнем прошлом. В частности, к важнейшим из таких сдвигов относится переход к плавающему обменному курсу в 2014 году и к таргетированию инфляции в начале 2015 года.

³ Средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

Кроме того, цены на различные группы товаров и услуг по-разному реагируют на курсовые колебания в силу таких факторов, как конкурентоспособность отечественной продукции на отдельных рынках, доля в цене товара транспортных расходов, торговых и складских наценок, уровень налоговой нагрузки. В частности, быстрее реагируют на изменения курса и более чувствительны к ослаблению рубля, чем к его укреплению, цены товаров и услуг, срок хранения или использования которых невелик. Это свойственно для продовольственных цен: доля импорта наиболее высока в сегменте продуктов именно с небольшими сроками хранения. Более близка к симметричной реакция цен на рынке непродовольственных товаров. Продолжительные сроки хранения позволяют розничным сетям более плавно изменять цены, учитывая в них не только эпизоды ослабления рубля, но и последующее корректирующее укрепление. По оценке, в последние годы при ослаблении номинального эффективного курса рубля на 1% инфляция повышается на горизонте полугода не более чем на 0,1 процентного пункта. Реакция на укрепление существенно слабее. Развитие импортозамещения, постепенное снижение инфляционных ожиданий, финансовая стабильность формируют условия для снижения чувствительности цен к колебаниям обменного курса. В условиях пандемии сокращение значимости импортных услуг и неустойчивость поставок ряда импортных товаров способствовали временному ослаблению и замедлению влияния курсовой динамики на инфляцию.

• Канал инфляционных ожиданий

Особым каналом трансмиссионного механизма является канал инфляционных ожиданий, дополняющий другие каналы и влияющий на их работу. С учетом ожиданий по инфляции субъекты экономики принимают решения о потреблении, сбережении и инвестировании, устанавливают процентные ставки, заработную плату и цены. Центральный банк может воздействовать на динамику инфляционных ожиданий через свои прогнозы, заявления и решения по ключевой ставке, которые должны оказать влияние на будущую инфляцию. Что еще более важно, центральный банк, устанавливая цель по инфляции и обеспечивая ее достижение мерами денежно-кредитной политики, создает условия для привязки инфляционных ожиданий к цели по инфляции. Эффективность воздействия центрального банка на инфляционные ожидания зависит от степени доверия к политике центрального банка, а также от уровня финансовой грамотности участников экономики.

Банк России анализирует ожидания всех групп участников экономики, так как ожидания каждой группы имеют свою специфику и оказывают влияние на процесс формирования цен. В России инфляционные ожидания оказывают значимое влияние на динамику инфляции, в особенности ожидания бизнеса.

Инфляционные ожидания бизнеса играют важную роль при формировании инфляции, так как предприятия устанавливают заработную плату и цены на производимую продукцию. У предприятий выше потребность прогнозировать будущую инфляцию, лучше доступ к информации и больше ресурсов для ее обработки.

Инфляционные ожидания населения во многом определяют динамику потребительского спроса, что в конечном счете отражается на ценах на товары и услуги. Например, ожидания ускорения роста цен в будущем могут увеличить спрос домашних хозяйств и способствовать более быстрому и сильному повышению инфляции. Необходимо отметить, что инфляционные ожидания населения, как в мировой, так и в рос-

сийской практике, могут быть наиболее адаптивными, то есть опираться на предыдущие значения инфляции, а также могут быть подвержены влиянию дополнительных факторов, включая демографическую структуру населения. Зачастую инфляционные ожидания населения отличаются завышенным уровнем. Банк России учитывает эти особенности при принятии решений по денежно-кредитной политике, обращая внимание в первую очередь на динамику инфляционных ожиданий населения, в особенности на их существенные колебания.

Ожидания профессиональных аналитиков и экспертов могут оказывать влияние на ожидания населения и компаний, а также на ожидания финансового сообщества, приводя к соответствующим изменениям показателей финансового рынка и изменению процентных ставок. При этом оценки аналитиков, как правило, основываются на более детальном анализе существенного объема экономической информации, чем ожидания населения и бизнеса, и могут в дальнейшем оказываться ближе к фактической инфляции.

Инфляционные ожидания банков воздействуют на формирование долгосрочных ставок по кредитам и депозитам. Так, снижение инфляционных ожиданий финансового сектора в 2016–2018 годах вносило значимый вклад в снижение долгосрочных ставок по кредитам. Кроме того, инфляционные ожидания банков дополнительно воздействуют на их предпочтения относительно срочной структуры их активов и обязательств, а соответственно, на различия в скорости реакции краткосрочных и долгосрочных ставок на изменение ключевой ставки. Например, в 2015–2016 годах, когда сохранялась относительно высокая неопределенность будущей динамики инфляции, банки существенно быстрее повышали и медленнее снижали кредитные ставки, чем депозитные. Таким образом они стремились застраховать себя от неожиданного роста инфляции и, соответственно, повышения ключевой ставки, когда банки могли ожидать массового переключивания средств вкладчиков в новые депозиты по возросшим ставкам при сохранении на балансах кредитов, выданных ранее по относительно низким ставкам.

На формирование процентных ставок по банковским операциям также могут значимо воздействовать инфляционные ожидания населения и бизнеса. Так, ожидания населения по инфляции и субъективные оценки ее текущего уровня могут задавать нижнюю границу для депозитных ставок, ниже которой они будут восприниматься как неоправданно низкие и непривлекательные. При приближении ставок по вкладам к этой границе они становятся менее чувствительными к дальнейшему снижению ключевой ставки. В результате снижение депозитных и, соответственно, кредитных ставок замедляется. Такая ситуация наблюдалась в 2017 – первой половине 2018 года.

Снижение инфляции до исторически минимальных уровней, последовательная денежно-кредитная политика формируют доверие к политике Банка России, повышают роль его заявлений и прогнозов в формировании инфляционных ожиданий. Это в том числе способствует появлению деловых практик соответствующего определения заработной платы, формирования цен на промежуточные товары и конечную продукцию в привязке к целевому уровню инфляции. Повышение доверия к денежно-кредитной политике также способствует тому, что участники экономики при принятии решений в меньшей степени реагируют на кратковременные колебания цен, вызванные в том числе немонетарными факторами инфляции. По мере закрепления и развития этих тенденций будет повышаться долгосрочная устойчивость цен, а со стороны

центрального банка будет требоваться меньшая реакция для стабилизации инфляции в случае ее отклонения от цели под влиянием временных факторов.

• Другие каналы

Наряду с проанализированными выше каналами трансмиссионного механизма, в экономической литературе выделяют ряд других каналов, большинство из которых так или иначе связано с изменениями ставок по финансовым инструментам под влиянием изменения ключевой ставки. В частности, рост и снижение стоимости активов, вызванные изменением уровня ставок, влияют не только на возможность использовать эти активы в качестве обеспечения по кредитам (см. подраздел данного приложения «Влияние процентных ставок на кредитование, сбережения, инвестиции и потребление»). Рост стоимости финансовых активов стимулирует их собственников расширять расходы, а ее уменьшение, напротив, вынуждает экономить (**канал благосостояния трансмиссионного механизма**). В последние десятилетия в России растет число собственников финансовых активов (в середине 2020 года на Московской Бирже было зарегистрировано свыше 5,3 млн клиентов – физических лиц – в 5 раз больше, чем пять лет назад) и расширяется объем вложений в ценные бумаги (включая паи ПИФов), что создает условия для постепенного роста значимости данного канала. Тем не менее пока преобладающей формой сбережений населения в России являются банковские депозиты, остаток на которых не переоценивается при изменениях рыночных процентных ставок (в отличие от стоимости акций и облигаций). Доля ценных бумаг в сбережениях населения невелика. Это ограничивает эффективность канала благосостояния в российской экономике.

С каналом благосостояния тесно смыкается **канал денежных потоков**, связанный с тем, что изменение процентных ставок ведет к перераспределению финансовых ресурсов в экономике. В случае снижения ставок доходы перераспределяются от чистых кредиторов (людей, которые разместили больше средств в финансовые активы, чем привлекли кредитов) к чистым должникам. Поскольку, как правило, чистыми кредиторами становятся более консервативные и менее склонные к наращиванию расходов люди, это перераспределение ведет к росту агрегатного спроса в экономике.

При анализе влияния процентных ставок на цены иногда дополнительно выделяют **канал издержек**. Его механизм предполагает, что повышение процентных ставок в экономике сказывается в первую очередь на издержках производителей (через расходы на обслуживание привлеченных кредитов), заставляя их одновременно ограничивать выпуск и повышать цены на конечную продукцию (тогда как в логике процентного канала повышение ключевой ставки должно ограничивать рост цен). Однако современные исследования, в том числе на основе российских данных, показывают, что в настоящее время влияние денежно-кредитной политики на инфляцию через процентный канал преобладает (см. Приложение 2 [ОНЕГДКП 2019–2021 гг.](#)).

Финансовая система развивается, и современные формы каналов трансмиссионного механизма могут существенно отличаться от форм, преобладавших несколько десятилетий назад. Тем не менее в отдельных исследованиях модели и теоретические концепции, разработанные десятилетия назад для описания современного им трансмиссионного механизма, применяются для анализа форм денежно-кредитной трансмиссии, сложившихся в наши дни. В частности, кредитный канал трансмиссионного механизма может отождествляться с влиянием изменений денежной базы (и, соот-

ветственно, операций по рефинансированию банков или абсорбированию избыточной ликвидности) на кредитную активность и денежное предложение. Два-три десятилетия назад такое влияние действительно еще существовало, хотя и постепенно утрачивало значимость. Однако с развитием системы безналичных расчетов, денежного рынка, совершенствованием операционной процедуры денежно-кредитной политики (см. раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2020 году и в 2021–2023 годах») значимость уровня банковской ликвидности для функционирования кредитного рынка существенно снизилась. В текущих условиях операции центрального банка по рефинансированию кредитных организаций не стимулируют кредитное предложение, а абсорбирование ликвидности банков не ограничивает его (см. врезку 9 «Состояние ликвидности банковского сектора и возможности кредитования экономики»).

• **Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики**

Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики с точки зрения силы и скорости ее влияния на экономику и инфляцию в значительной мере определяется уровнем развития финансового сектора, доверия участников экономики к финансовым институтам, центральному банку и национальной валюте, степенью влияния немонетарных факторов на процессы, происходящие в экономике.

В российской экономике продолжается развитие финансовых рынков и банковской системы за счет финансового оздоровления банковского сектора, роста финансовой грамотности населения и бизнеса, широкого внедрения новых технологий, снижающего издержки участников рынка и ускоряющего совершение сделок, расширения линейки финансовых услуг и повышения их доступности (см. раздел 1 «Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»), а также совершенствования операционной процедуры денежно-кредитной политики (см. раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2020 году и в 2021–2023 годах»). Банк России вносит вклад в развитие этих процессов в рамках различных видов своей деятельности.

Девальютизация кредитов и депозитов, устойчиво продолжавшаяся в последние годы, также способствует ослаблению влияния внешних факторов на внутренний финансовый сектор и повышает роль внутренних процентных ставок при принятии решений населением и бизнесом. Сохранение этой тенденции в будущем, чему будет способствовать в том числе поддержание ценовой и финансовой стабильности, окажет положительное влияние на эффективность работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В настоящее время на формирование уровня, динамики и волатильности цен в России оказывают влияние немонетарные факторы со стороны как внешнеэкономических условий, включая динамику мировых цен на энергоносители, так и внутренних факторов, таких как несовершенная конкуренция, недостаточное развитие логистической инфраструктуры, ограниченность внутреннего предложения отдельных категорий потребительских, сырьевых и инвестиционных товаров, дефицит квалифицированных кадров и высокий износ производственного оборудования. 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 немонетарных факторов на инфляцию будет работа, проводимая органами государственной власти, в которой Банк России принимает участие.

В 2020 году на эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики значительное влияние оказывали шоки, связанные с пандемией. Сокращение и перенос на будущее части потребительского спроса, сдвиги в структуре потребления товаров и услуг, изменение срочной структуры процентных ставок «зашумляли» и замедляли влияние импульсов денежно-кредитной политики на агрегатный спрос в экономике. Однако этот эффект является краткосрочным и по мере преодоления последствий пандемии будет ослабевать.

ВРЕЗКА 9**СОСТОЯНИЕ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА И ВОЗМОЖНОСТИ КРЕДИТОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ**

В 2017 году в российском банковском секторе сформировался структурный профицит ликвидности. Это значит, что кредитным организациям больше не нужно на регулярной основе привлекать средства у Банка России для осуществления своей текущей деятельности. Более того, на корсчетах банков формируется больше средств, чем им необходимо для проведения платежей и выполнения обязательных резервных требований. Поэтому Банк России проводит операции по абсорбированию ликвидности, то есть по привлечению у банков избыточных средств в депозиты или размещению собственных облигаций. Доходность, которую получают банки по итогам этих операций, близка к ключевой ставке Банка России.

С точки зрения консолидированного баланса банковского сектора может сложиться вывод, что с переходом к структурному профициту объем ресурсов, доступных банкам для расширения кредитования, увеличился (рис. 1). Действительно, в активах банков возрос объем ликвидных средств, которые потенциально могут быть замещены вложениями в менее ликвидные активы – кредиты.

УПРОЩЕННАЯ СТРУКТУРА БАЛАНСА БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Рис. 1

Банковский сектор при структурном дефиците		Банковский сектор при структурном профиците	
Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
Кредиты	Депозиты	Кредиты	Депозиты
	Средства, привлеченные у Банка России		

Но данная гипотеза не согласуется с тем, как кредитование влияет на балансы кредитных организаций. При выдаче кредита происходит зачисление средств на расчетный счет заемщика, при этом объем прочих активов банка не меняется. Впоследствии заемщик может перечислить средства на счет в другом банке или использовать их для расчетов с контрагентами. В этом случае средства будут списаны с корсчета банка-кредитора и поступят на корсчет в другой банк, в пассивах банка на соответствующую сумму уменьшится остаток средств на счете заемщика. Однако общий объем средств на корсчетах банковского сектора (то есть банковской ликвидности) останется неизменным¹.

Банк, предоставивший кредит, может компенсировать отток ликвидности либо за счет поступающих платежей, либо с помощью операций на межбанковском рынке (рис. 2). Поэтому, принимая решение о предоставлении кредитов, банки исходят из того, что в любой ситуации смогут профондировать эти операции за счет рыночных источников или, в крайнем случае, привлекая средства у Банка России. Иными словами, предложение кредитов не ограничивается объемом доступной ликвидности ни для отдельного банка, ни для банковского сектора в целом. Также если у банка сформируется избыток ликвидности, он не будет стремиться непременно использовать эти средства для наращивания кредито-

¹ В случае предоставления кредита в наличной форме зачисления средств на счет заемщика не происходит, вместо этого снижаются остатки в кассе банка. Но средства, полученные заемщиком, вероятнее всего, будут потрачены на покупку товаров или услуг и поэтому вернутся в кассу этого или другого банка.

ния реального сектора, поскольку у банков всегда есть возможность разместить избыточную ликвидность на денежном рынке или в Банке России. Следовательно, и приток ликвидности в банки сам по себе не приводит к росту кредитования.

СХЕМАТИЧНОЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ КРЕДИТОВАНИЯ

Рис. 2

	Баланс банка А		Баланс банка Б		Баланс банковского сектора	
	Активы	Пассивы	Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
Банк А выдает кредит заемщику	+ кредит	+ остаток на счете клиента			+ кредит	+ остаток на счете клиента
Заемщик расплачивается с поставщиком	– остаток на корсчете	– остаток на счете клиента	+ остаток на корсчете	+ остаток на счете клиента		
Банк А выходит на рынок МБК, сделка с банком Б	+ остаток на корсчете	+ задолженность по МБК	– остаток на корсчете + требования МБК		+ требования по МБК	+ задолженность по МБК
Результат операций	+ кредит	+ задолженность по МБК	+ требования МБК	+ остаток на счете клиента	+ кредит + требования по МБК	+ остаток на счете клиента + задолженность по МБК

В свою очередь Банк России совершает с банками операции по предоставлению или абсорбированию ликвидности в таком объеме и на таких условиях, чтобы обеспечить формирование ставок МБК (отражаемых эталонной ставкой RUONIA) вблизи ключевой ставки. Операционная процедура денежно-кредитной политики Банка России позволяет ему эффективно ограничить влияние меняющейся ситуации с ликвидностью банковского сектора на стоимость ресурсов на денежном рынке, а следовательно – на все остальные ставки в экономике. Это повышает действенность процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, что в конечном счете позволяет Банку России достигать цели по инфляции.

ВРЕЗКА 10

ТРАНСФЕРТНАЯ КРИВАЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ

Трансфертная кривая является инструментом, который позволяет коммерческому банку выстроить согласованное ценообразование по операциям на различных сегментах рынка и в случае необходимости гибко изменять структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств. Для каждого срока банк устанавливает единую внутреннюю (трансфертную) ставку. После этого для определения условий по любой операции (кредитной, депозитной, фондовой) на заданный срок банку достаточно трансфертной ставки на этот срок и оценок издержек и рисков, связанных с конкретной операцией.

Единой трансфертной кривой для банковского сектора не существует. Каждый банк выстраивает ее индивидуально, опираясь на ставки МБК, доходность ОФЗ или внутренние оценки, в зависимости от особенностей стратегии банка. Кроме того, использование трансфертной кривой в большей мере оправдано для крупных банков, которые одновременно совершают операции на множестве сегментов рынка и нуждаются в способе обеспечить целостность и последовательность своей процентной политики. Небольшие специализированные банки, например работающие только на рынках кредитов и депозитов, могут просто сформировать 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 тех или иных значимых событий, включая изменение ключевой ставки, одновременно передается на все эти сегменты.

Для каждого типа активных операций ставка должна быть не меньше трансфертной ставки на соответствующий срок, увеличенной на издержки и премии за риски (как общие, так и специфические для данного типа операций). Для каждого типа пассивных операций, напротив, ставка должна быть не больше трансфертной ставки, уменьшенной на издержки. 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.

К ключевым издержкам и рискам при этом относятся операционные (транзакционные) издержки, кредитные риски для отдельных сегментов и заемщиков, затраты на отчисления в систему страхования вкладов и формирование обязательных резервов (см. Приложение 7 [ОНЕГДКП 2018–2020 гг.](#)). Наличие и масштаб этих факторов, которые банки объективно должны учитывать при ценообразовании на свои продукты, объясняет, почему уровень процентных ставок для населения и предприятий более существенно отличается от ключевой ставки Банка России, чем уровень ставок МБК на сопоставимые сроки.

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 стратегий отдельных участников и регулирования финансового сектора в целом.

Изменения всех указанных факторов могут «зашумлять» реакцию процентных ставок по депозитам, кредитам и корпоративным облигациям на изменения ставок МБК и доходностей ОФЗ. В связи с этим такую реакцию важно оценивать, исключая действие указанных факторов.

Можно привести ряд примеров из российской практики, когда дополнительные факторы оказывали значимое влияние на динамику кредитных и депозитных ставок в целом в экономике или на особенности функционирования трансмиссионного механизма. Так, в 2016–2017 годах сочетание осторожной политики банков в отборе заемщиков и восстановления российской экономики способствовало снижению премий за кредитный риск, заложенных в кредитные ставки, и, соответственно, вносило вклад (наряду с ожиданиями относительно дальнейшего снижения ключевой ставки) в то, что ставки на кредитном рынке снижались несколько быстрее ключевой ставки и ставок денежного рынка. В сегменте долгосрочного кредитования населения еще одним фактором динамики ставок являлось изменение структуры рынка – замещение долгосрочных потребительских кредитов и автокредитов менее рискованными ипотечными кредитами, что предопределило снижение ставок в 2014 году, несмотря на рост ключевой ставки в течение года, а затем их более медленный рост в первой половине 2015 года и опережающее уменьшение в 2016 году по сравнению с динамикой ключевой ставки и ставок МБК.

Что касается отдельных характеристик российского финансового сектора, то для него, в частности, характерно доминирование крупных банков на основных сегментах рынка. Это оказывает влияние на особенности функционирования 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 сохранить свои рыночные позиции, так и за счет высокой степени диверсификации активов и обязательств. 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.

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 постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами. То есть долгосрочное равновесие – это не конкретная точка, а устойчивая траектория, по которой движется экономика. При проведении денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции в долгосрочном равновесии потребительские цены растут темпом, соответствующим целевому уровню инфляции, а темпы роста экономики равны потенциальным и определяются темпами роста 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. Сами фундаментальные долгосрочные факторы могут изменяться под влиянием эпидемий, стихийных бедствий, социальных изменений и иных непредсказуемых шоков. 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.

ВРЕЗКА 12 ОБ ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТА ПЕРЕНОСА ОБМЕННОГО КУРСА В ИНФЛЯЦИЮ

В последние годы заметно изменились условия, в которых происходит перенос динамики обменного курса рубля в ценовую динамику. Переход к таргетированию инфляции в 2015 году сопровождался переходом к режиму свободного курсообразования и изменением механизмов подстройки экономики к курсовым колебаниям. Кроме того, снижение цен на товары российского экспорта, введение финансово-экономических санкций в отношении России привели в 2014–2016 годах к заметному ослаблению рубля. Оно ускорило адаптацию экономических субъектов к новым институциональным условиям и, в частности, способствовало развитию импортозамещения как одного из способов снижения чувствительности экономики к внешним факторам. Другим важным механизмом смягчения влияния на российскую экономику и, в частности, на валютный рынок колебаний конъюнктуры ключевого для России мирового рынка – рынка нефти – стало применение с 2018 года нового бюджетного правила.

Изменения валютного курса переносятся в инфляцию через цены на импортируемые и экспортируемые товары. При этом ослабление рубля имеет большее влияние на инфляцию, чем его укрепление. Такой эффект называется асимметрией переноса курсовой динамики в цены. В его основе лежат номинальные жесткости: отсутствие в экономике возможности быстро изменять номинальные параметры (в первую очередь – заработную плату, цены на товары и услуги естественных монополий). Также стоит отметить, что на величину переноса курсовой динамики в цены влияет и масштаб ослабления (или укрепления) валюты, так как производители и потребители могут по-разному реагировать на слабые и сильные изменения курса. Такой эффект называется нелинейностью переноса и предполагает изменяющуюся во времени реакцию цен на курсовые колебания.

Оценки Банка России подтверждают асимметрию эффекта переноса в краткосрочном периоде (в пределах двух кварталов) – чувствительность потребительских цен к укреплению рубля слабее, чем к ослаблению. При этом в долгосрочном периоде такой эффект не обнаружен. Максимальная (по абсолютному значению) краткосрочная полуэластичность¹ инфляции по снижению курса рубля наблюдалась в конце 2014 – начале 2015 года, в период усиления курсовой волатильности, что соответствует опубликованным ранее оценкам². Краткосрочная полуэластичность инфляции по укреплению рубля на всем временном горизонте низкая и изменяется незначительно. В 2016–2018 годах по мере адаптации экономики к новым условиям чувствительность инфляции к ослаблению рубля значительно снизилась. Однако со второй половины 2017 года эластичность цен по изменению курса несколько возросла, что может быть связано с ростом санкционного давления и общим повышением внешнеэкономической неопределенности. На более длинном временном горизонте эффект от укрепления рубля аккумулируется, делая перенос курсовой динамики в цены симметричным. Полуэластичность инфляции по изменению курса рубля находится в пределах 0,1.

В аналитических целях Банк России рассматривает различные показатели базисной инфляции – устойчивой динамики цен, очищенной от влияния разовых не релевантных для денежно-кредитной политики факторов. К таким факторам обычно относят в числе прочих и колебания валютного курса, например под влиянием внешних условий. Приведенная оценка эффекта переноса дает возможность оценить уровень инфляции, который со-

¹ Полуэластичность показывает, на сколько процентных пунктов изменится инфляция при изменении курса рубля на 1%.

² [Доклад о денежно-кредитной политике, №1, март 2016 года.](#)

ответствует неизменной курсовой динамике, – один из показателей базисной инфляции. На примере 2018 года, когда было ослабление рубля, этот показатель указывает на то, что курсовая динамика имела проинфляционный характер: годовая инфляция без влияния импортируемых цен ниже, чем фактическая.

В 2020 году на эффект переноса валютного курса заметное влияние оказали меры, принятые для предотвращения распространения коронавирусной инфекции. Практически полное отсутствие импортных услуг сокращает величину переноса обменного курса в инфляцию, а перебои в поставках некоторых непродовольственных товаров приводят к тому, что указанный эффект реализуется с большим временным лагом. Таким образом, ослабление национальной валюты в марте 2020 года может отразиться на динамике инфляции слабее и позже, чем в предыдущие случаи негативных шоков курса рубля.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

ВОСПРИЯТИЕ ИНФЛЯЦИИ НАСЕЛЕНИЕМ И БИЗНЕСОМ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСОВ

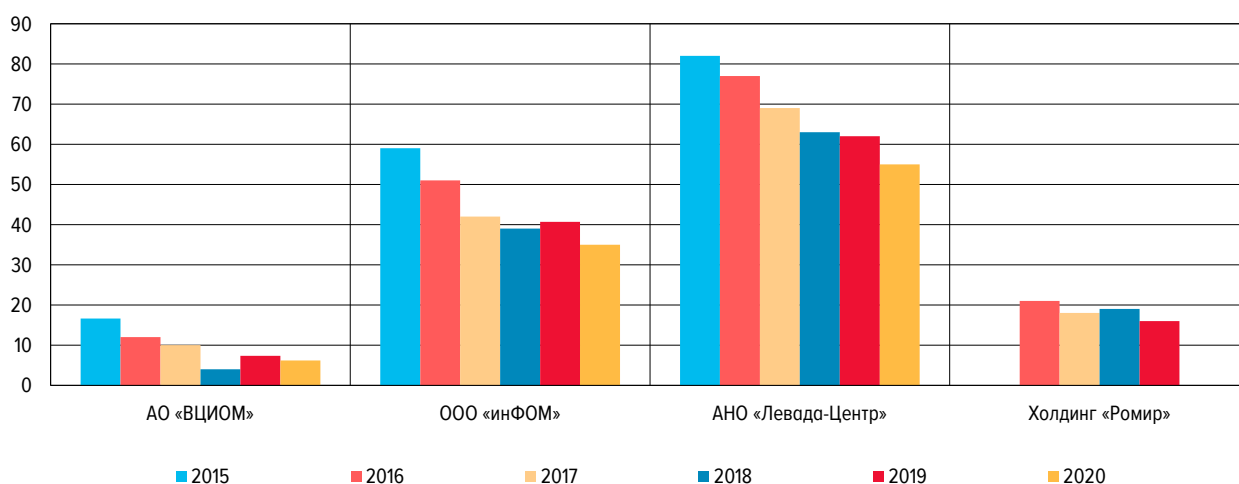
Восприятие инфляции населением и бизнесом, а также их инфляционные ожидания играют существенную роль в проведении эффективной денежно-кредитной политики. В ситуации, когда инфляционные ожидания экономических агентов закорены у цели по инфляции, они не реагируют на реализацию разовых проинфляционных или дезинфляционных факторов. В этом случае не требуется и реакция со стороны денежно-кредитной политики. И, наоборот, если инфляционные ожидания не закорены и чувствительны к действию разовых факторов, может возникнуть угроза 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.

В последние несколько лет происходило уменьшение обеспокоенности проблемой роста цен как со стороны населения, так и со стороны бизнеса. Об этом свидетельствуют результаты целого ряда опросов населения, проводимых социологическими службами, и Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП). Так, по данным АНО «Левада-Центр», доля россиян, указавших инфляцию или рост цен в качестве проблемы, которая их беспокоит, в 2020 году снизилась по сравнению с 2015 годом на треть, еще более значительное снижение фиксируют опросы ООО «инФОМ» (рис. 1). По данным ежегодного опроса компаний, проводимого РСПП, доля предприятий, указавших рост цен в качестве проблемы, мешающей предприни-

ДОЛЯ РОССИЯН, УКАЗАВШИХ ИНФЛЯЦИЮ ИЛИ РОСТ ЦЕН В КАЧЕСТВЕ ПРОБЛЕМЫ,
КОТОРАЯ ИХ БЕСПОКОИТ*

Рис. 1

(%)



* Формулировки вопроса: ВЦИОМ – «Выберите, пожалуйста, из списка проблемы, которые вы считаете наиболее важными для страны в целом?»; инФОМ – «Какие социальные и экономические проблемы вашего региона в последнее время волнуют вас больше всего?»; Левада-Центр – «Какие из следующих проблем нашего общества тревожат вас больше всего и вы считаете самыми острыми?»; Ромир – «Какие внутренние проблемы нашего общества беспокоят вас больше всего?».

Источники: АО «ВЦИОМ», ООО «инФОМ», АНО «Левада-Центр», холдинг «Ромир».

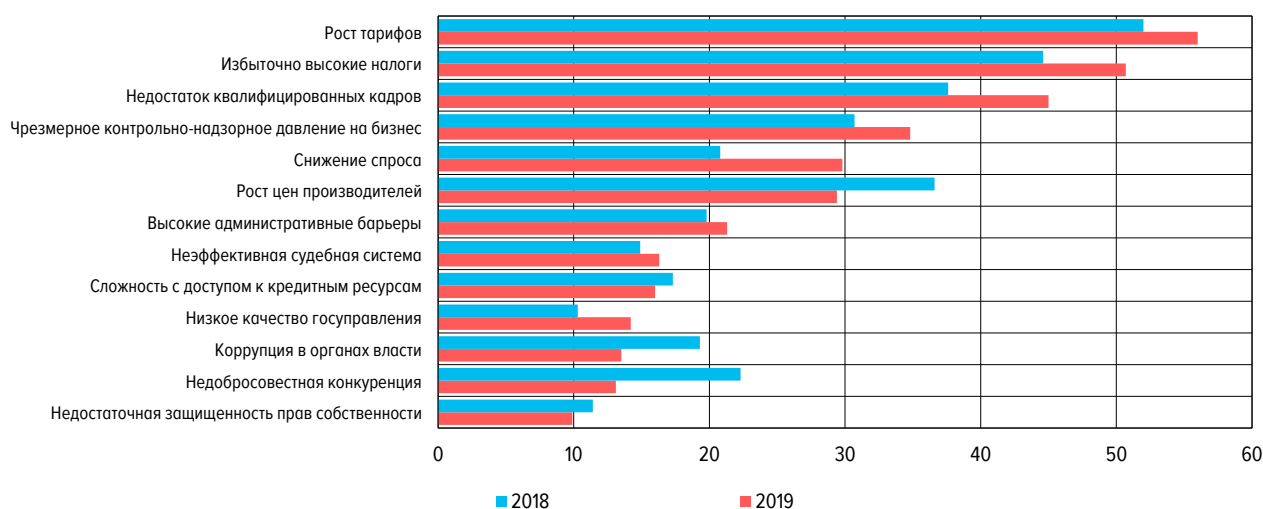
матерской деятельности, в 2019 году составила 29% (в 2014 году – 43%¹). При этом сохраняется высокая обеспокоенность российских предпринимателей ростом тарифов. В 2019 году рост тарифов в качестве проблемы, мешающей предпринимательской деятельности, назвали 56% респондентов (рис. 2). Это на 4 п.п. больше, чем в 2018 году, что может быть связано с тем, что тарифы на отдельные услуги для предприятий увеличились более высокими темпами из-за произошедшего в начале года повышения ставки НДС.

Причиной, по которой проблема роста цен в последние годы стала меньше беспокоить население и бизнес, являлось происходившее снижение инфляции и ее стабилизация вблизи цели Банка России. Однако инфляционные ожидания все еще остаются неустойчивыми и зависящими от текущего восприятия инфляции, определяемого кратковременными колебаниями цен на отдельные товары и услуги.

Проявлением того, что инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются незаякоренными, стало их значительное повышение в марте-апреле 2020 года на фоне кратковременного ускорения роста цен, ставшего одним из первых экономических последствий пандемии коронавируса. Экономические последствия мер по противодействию пандемии в первой половине 2020 года стали главным источником давления на затраты и цены производителей. В марте-июле 2020 года предприятия, участвующие в мониторинге Банка России, среди основных таких последствий выделяли рост цен поставщиков наряду с сокращением заказов и спроса. В апреле об увеличении цен на сырье и комплектующие заявили почти половина респондентов (рис. 3). К августу эта доля заметно снизилась, но осталась высокой – более трети опрошенных предприятий, а в сентябре-октябре вновь выросла до более чем 40%.

НАИБОЛЕЕ ОСТРЫЕ ПРОБЛЕМЫ, МЕШАЮЩИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИИ*
(по данным опроса РСПП, %)

Рис. 2

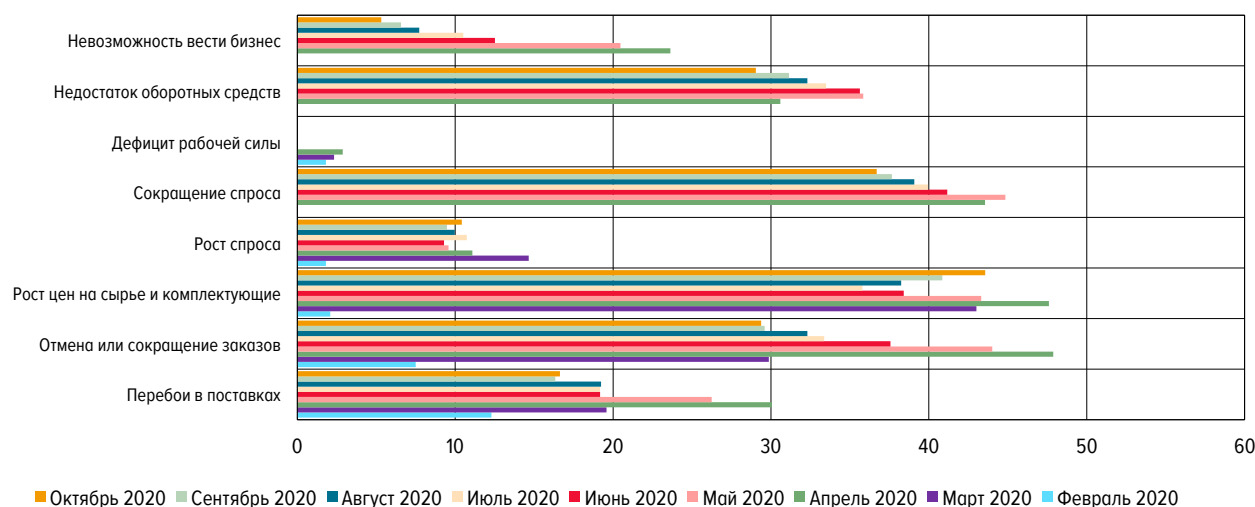


* Возможно несколько вариантов ответа, поэтому итоговая сумма превышает 100%.
Источник: доклад РСПП о состоянии делового климата в России в 2019 году.

¹ В опросе 2014 года этот вариант ответа указывался как «Рост цен», в опросе 2019 года – «Рост цен производителей».

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ НА ВОПРОС «КАК СИТУАЦИЯ С КОРОНАВИРУСОМ ПОВЛИЯЛА НА ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ВАШЕЙ КОМПАНИИ ЗА ПРОШЕДШУЮ НЕДЕЛЮ?»*
(% от предприятий, ответивших на этот вопрос)

Рис. 3

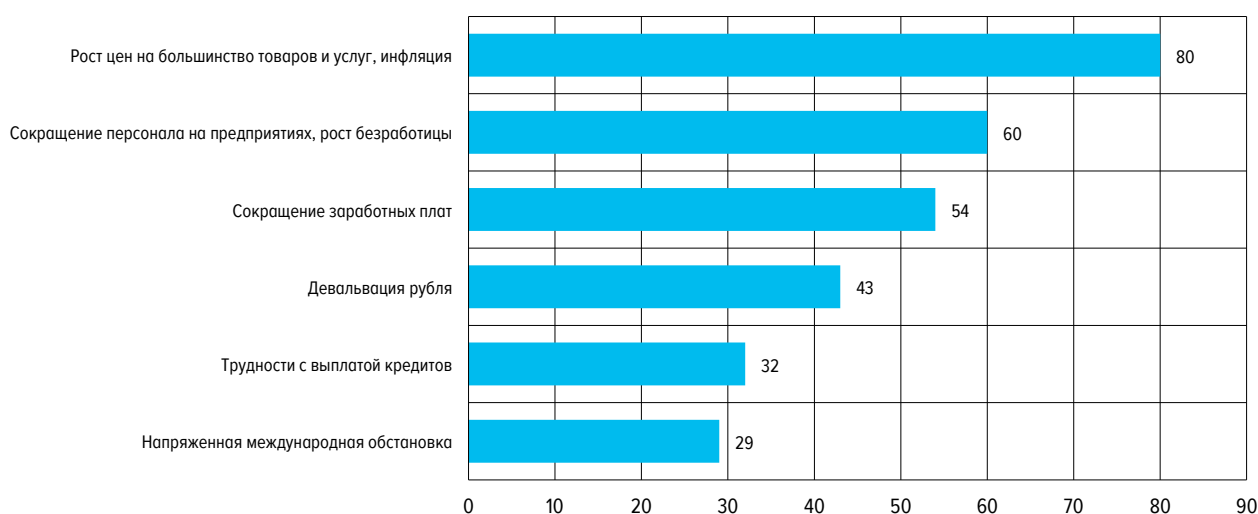


* Опрос проводился с периодичностью в 1–2 недели, приведены данные в среднем за месяц. На рисунке не отражены ответы «Не повлияло», «Другое». Источник: мониторинг предприятий, проводимый Банком России.

Ускорение роста цен в марте-апреле вызвало большую обеспокоенность и у населения: по данным опроса холдинга «Ромир» его отметили 80% респондентов, что больше числа упоминаний таких проблем, как сокращение персонала и зарплат, девальвация рубля (рис. 4). В апреле, в период введения режима самоизоляции во многих регионах страны, происходило ускорение роста цен на товары первой необходимости. В этот период, по данным [опросов ООО «инФОМ»²](#), наиболее заметным для россиян был рост цен на ряд продовольственных товаров, лекарства и медикаменты.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ НА ВОПРОС «СКАЖИТЕ, ПОЖАЛУЙСТА, В ЧЕМ ЛИЧНО ДЛЯ ВАС ВЫРАЖАЕТСЯ КРИЗИС?»
(опрос холдинга «Ромир», %)*

Рис. 4



* Возможно несколько вариантов ответа, поэтому итоговая сумма превышает 100%. Опрос проводился в июле 2020 года. Источник: холдинг «Ромир».

² http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27820/inFOM_20-04.pdf.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ НА ВОПРОС «ЧТО В НОВОСТЯХ О МИРОВОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ КРИЗИСЕ ЗАПОМНИЛОСЬ ВАМ СИЛЬНЕЕ ВСЕГО, ПРОИЗВЕЛО НА ВАС НАИБОЛЬШЕЕ ВПЕЧАТЛЕНИЕ?»
(опрос ООО «инФОМ», %)*

Рис. 5



* Вопрос не задавался тем, кому не встречались новости о кризисе, – отвечали 79% респондентов. Граница отсечения для графика – 2%. Опрос проводился в мае 2020 года. Источник: ООО «инФОМ».

Помимо личного опыта, восприятие инфляции населением определялось также и негативным информационным фоном. По данным опроса ООО «инФОМ», проведенного в мае 2020 года, россияне обращали равное внимание на новости о росте цен и о нефтяном кризисе. По количеству упоминаний эти темы уступили место только новостям о самой пандемии (рис. 5).

Проводимая Банком России денежно-кредитная политика и преодоление негативных экономических эффектов, связанных с пандемией, будут способствовать стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий вблизи 4%.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3 ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ БАНКОМ РОССИИ

Целью денежно-кредитной политики, проводимой Банком России, является поддержание инфляции вблизи 4% постоянно. При этом влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию происходит с лагом. Кроме того, на инфляцию могут воздействовать разовые факторы, как правило, со стороны предложения, влияние которых исчерпывается на горизонте нескольких месяцев. На такие факторы центральные банки обычно не реагируют мерами денежно-кредитной политики в ситуации, когда инфляционные ожидания закорены у цели по инфляции. Это привело бы к повышению экономической и ценовой волатильности. В связи с этим важной задачей является выявление эффектов разовых факторов на ценовую динамику и выделение в показателях ценовой динамики более устойчивого «ядра», дающего монетарным властям представление о среднесрочных тенденциях в ценовой динамике и рисках отклонения от цели – базисной инфляции.

Наиболее широко в качестве показателя ценовой динамики применяется индекс потребительских цен (ИПЦ) Росстата. Именно в терминах этого показателя количественно определена цель денежно-кредитной политики Банка России. Для построения индекса Росстат на ежемесячной основе наблюдает цены более 500 товаров и услуг. Динамика цен на них взвешивается пропорционально доле товарной группы в потребительских расходах населения. Наибольший вес имеет группа продовольственных товаров (около 37%), непродовольственные товары составляют 35% потребительских расходов, а услуги – 28%.

Для выделения **базисной инфляции** Банк России использует широкий набор показателей, формируемых на основе различных подходов¹. Среди них – базовая инфляция (рассчитывается Росстатом методом исключения волатильных и регулируемых компонент); медиана приростов цен, относящаяся к семейству усеченных показателей инфляции; показатель инфляции без учета временных шоков и влияния импортируемых цен, оцениваемый при помощи эконометрического подхода²; трендовая инфляция, оцениваемая при помощи динамических факторных моделей³. Это связано с тем, что устойчивая составляющая ценовой динамики не наблюдается прямым методом, а приведенные показатели являются лишь одними из способов ее оценить. Для анализа используется весь набор показателей, который по необходимости может быть расширен дополнительными индикаторами.

Показатель базовой инфляции строится и публикуется Росстатом. Он рассчитывается на основе индекса потребительских цен с исключением динамики цен и тарифов, носящих административный, событийный или сезонный характер. Например, из ИПЦ исключаются цены на крепкий алкоголь, сигареты и бензин, значительную

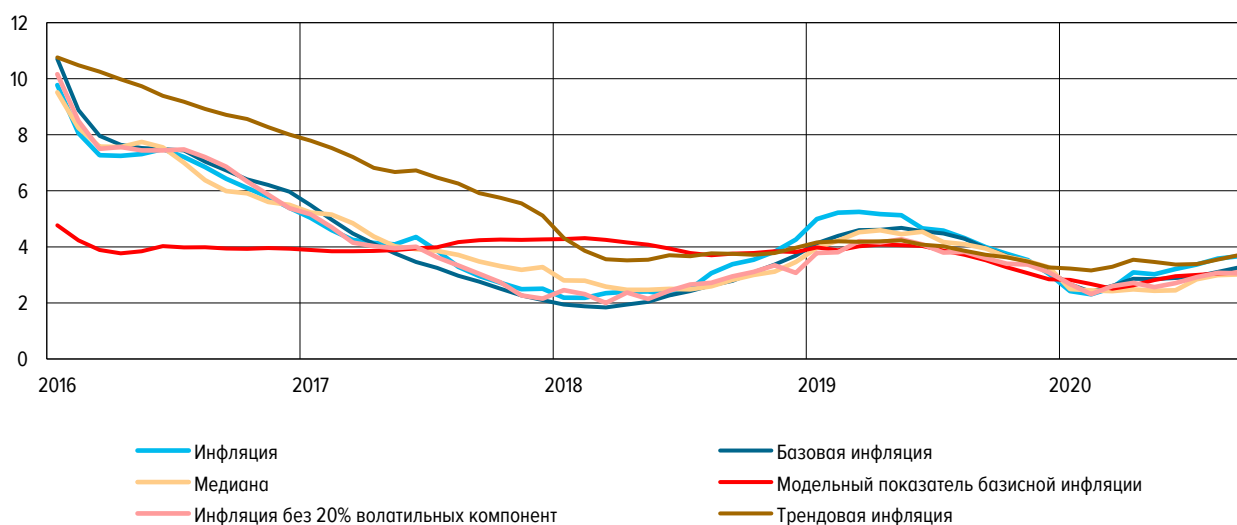
¹ См. Приложение 5 Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов.

² Данный показатель построен с использованием модели, описанной в докладе «Исследование асимметрии и нелинейности переноса динамики обменного курса в инфляцию» (серия докладов об экономических исследованиях, № 45, 2019 год), http://www.cbr.ru/Content/Document/File/79935/wp_45.pdf.

³ См. доклад «Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России» (серия докладов об экономических исследованиях, № 4, 2015 год), http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16737/wps_4.pdf.

ИНФЛЯЦИЯ И ПОКАЗАТЕЛИ БАЗИСНОЙ ИНФЛЯЦИИ
(%)

Рис. 1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

долю в которых составляют акцизы, регулируемые тарифы на коммунальные и транспортные услуги, волатильные цены на плодоовощную продукцию и некоторые другие продукты питания (куриные яйца, гречневая крупа, пшено, сахар и другие). Базовая инфляция отражает динамику цен примерно на 70% потребительской корзины, применяемой при расчете ИПЦ.

Динамика показателя базовой инфляции в целом близка к инфляции всех товаров и услуг, но при этом более стабильна (рис. 1). Различия чаще всего обусловлены волатильной динамикой цен на отдельные товары и услуги, не включаемые в расчет базовой инфляции, как, например, на плодоовощную продукцию в июне 2017 года и бензин в апреле 2018 – мае 2019 года. В первой половине 2020 года расхождение между инфляцией и базовой инфляцией было преимущественно обусловлено динамикой цен на плодоовощную продукцию.

Альтернативным показателем, не учитывающим волатильный рост цен на отдельные товары и услуги, является **инфляция без 20% волатильных компонент**. Для ее расчета из ИПЦ исключаются товары и услуги, ценовая динамика которых обладала максимальной дисперсией в последние месяцы, общим весом 20% в потребительских расходах населения. Таким образом, получаемый показатель, как и базовая инфляция, не учитывает динамику цен на отдельные волатильные компоненты, однако набор этих компонент может меняться каждый месяц.

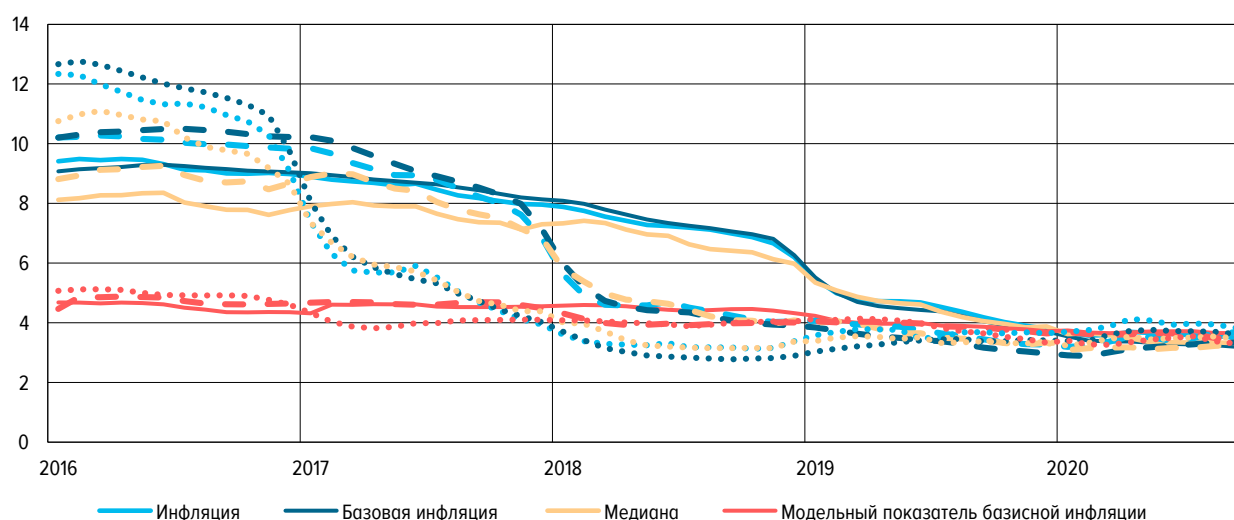
В 2020 году динамика инфляции без 20% волатильных компонент была значительно более стабильной по сравнению с ИПЦ. Такое соотношение указывает на то, что основные ценовые колебания происходили с товарами и услугами, вес которых в потребительских расходах населения не превышает 20%.

Медиана приростов цен – одна из основных характеристик распределения приростов цен на товары и услуги. Медиана делит приросты цен на товары и услуги потребительской корзины на две равные части: в одной из них цены растут быстрее медианного уровня, в другой – медленнее. По построению медиана является слабобочувствительной к ценовым «выбросам» (значительному росту или снижению цен

СРЕДНИЙ ПРИРОСТ ЦЕН В ПЕРЕСЧЕТЕ НА 12 МЕСЯЦЕВ

Рис. 2

(сплошной линией показан средний прирост цен за 48 месяцев, длинным пунктиром – за 36 месяцев, коротким пунктиром – за 24 месяца)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

на отдельные товары и услуги). При этом общие ценовые тенденции, характерные для большинства товаров и услуг, сохраняются.

Такой подход к построению делает динамику медианы более стабильной по сравнению с ИПЦ. В 2020 году медиана приростов цен оставалась достаточно стабильной, как и инфляция без 20% волатильных компонент. Это указывает на то, что наблюдавшееся ускорение инфляции было связано со значительным ростом цен лишь на отдельную группу товаров и услуг, большинство из которых и до этого дорожали высокими темпами.

Показатель **инфляции без учета разовых шоков и импортируемой инфляции** оценивается на основе эконометрической модели. С ее помощью из ценовой динамики можно выделить вклады основных факторов. Экономическая активность и инфляционные ожидания формируют стабильную составляющую инфляции, важную для проведения денежно-кредитной политики. Импортируемая инфляция и разовые шоки на локальных рынках формируют временные эффекты в ценовой динамике, не играющие значимой роли в достижении или поддержании среднесрочной ценовой стабильности. Показатель инфляции, получаемый за исключением вклада таких кратковременных факторов, дает представление об общих тенденциях ценовой динамики, обусловленные преимущественно стабильными факторами, что делает его полезным для задач проведения денежно-кредитной политики.

С 2018 года наблюдалось стабильное замедление показателя инфляции без учета разовых шоков и импортируемых цен, отражавшее снижение инфляционных ожиданий при сохранении сдержанного ценового давления со стороны спроса. Однако в II квартале 2020 года темп прироста стабильной ценовой составляющей ускорился, что связано с ростом инфляционных ожиданий, который не был компенсирован падением спроса. Это ускорение носило временный характер: стабилизация ценовой динамики приведет к снижению инфляционных ожиданий, тогда как слабый спрос продолжит оказывать дезинфляционное влияние.

СООТНОШЕНИЕ РАЗЛИЧНЫХ МЕР ИНФЛЯЦИИ
(%)

Табл. 1

		2019												2020								
		янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен
ИПЦ, SA	М/М SAAR	9,6	4,1	3,2	3,4	4,2	1,1	0,5	2,7	1,7	1,7	2,3	1,4	2,2	2,7	6,0	10,4	3,3	3,3	2,1	4,9	3,0
	ЗММА SAAR	7,3	7,0	5,6	3,6	3,6	2,9	1,9	1,4	1,6	2,0	1,9	1,8	2,0	2,1	3,6	6,3	6,6	5,6	2,9	3,5	3,3
ИПЦ, г/г		5,0	5,2	5,3	5,2	5,1	4,7	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,0	2,4	2,3	2,5	3,1	3,0	3,2	3,4	3,6	3,7

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Показатель **трендовой инфляции** строится с использованием 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 2020 году она находится на уровне стабильно ниже 4%, что указывает на низкий уровень инфляции без учета разовых шоков.

При этом динамика каждого из этих показателей имеет свою специфичную составляющую, которая связана не только с разовыми случайными факторами, но и с долгосрочными процессами развития экономики. Это подтверждается тем, что усреднение показателей приростов цен, полученных разными методами на горизонте нескольких лет, не приводит к сближению оценок. Таким образом, каждый из показателей базисной инфляции несет в себе полезную информацию о ценовой динамике, а анализ всех показателей в комплексе дает возможность лучше понять происходящие ценовые процессы.

При проведении анализа необходимо учитывать особенности, присущие различным способам измерения ценовой динамики. Так, для анализа среднесрочной ценовой динамики применяются показатели **прироста цен относительно соответствующего месяца предыдущего года**. Цель по инфляции Банка России выражена именно в терминах годового прироста цен. Однако динамику годовой инфляции могут весьма сильно «зашумлять» эффекты базы. Кроме того, такой показатель усредняет приросты цен, наблюдаемые в последние 12 месяцев, что затрудняет анализ текущего инфляционного давления.

Этих недостатков лишен показатель **месячного прироста цен**. Однако в динамике цен на многие товары и услуги наблюдаются регулярные сезонные колебания, что делает некорректным сопоставление соседних точек временного ряда. Чтобы очистить ценовую динамику от той ее части, которая обусловлена сезонными явлениями, применяется коррекция сезонности⁴. Это позволяет проанализировать другие факторы помимо сезонности, оказывающие влияние на цены. Например, в мае-июне 2020 года прирост цен на молочную продукцию был незначительным (около 0,7% в аннуализированном выражении). Однако летом на фоне роста предложения молока рост цен всегда бывает сдержанным, возможны эпизоды их снижения. С коррекцией обычного

⁴ См. [Методику сезонной корректировки индекса потребительских цен Банка России](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/108630/meth_cpi.pdf), http://www.cbr.ru/Content/Document/File/108630/meth_cpi.pdf.

для этих месяцев влияния высокого предложения молока прирост цен на молочную продукцию в мае-июне оценивается в 8,0% (в среднем за два месяца в аннуализированном выражении).

В случае даже если с поправкой на сезонность показатель месячного прироста цен является волатильным, целесообразно рассмотреть **средний прирост цен за несколько месяцев (например, за три)**. Такой показатель менее подвержен разовым колебаниям в уровне цен и в большинстве случаев является очень хорошей оценкой текущей ценовой динамики.

Таким образом, для анализа ценовой динамики в Банке России используется широкий набор показателей. Индикаторы, отражающие динамику цен на устойчивую составляющую потребительской корзины, дают возможность оценить среднесрочное ценовое давление без учета разовых и локальных шоков. Показатели месячной и трехмесячной инфляции отражают текущую наиболее релевантную для анализа динамику цен.

ПРИЛОЖЕНИЕ 4 НЕМОНЕТАРНЫЕ ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ В 2020 ГОДУ: ВЛИЯНИЕ ОГРАНИЧЕНИЙ, СВЯЗАННЫХ С ПАНДЕМИЕЙ

С конца I квартала 2020 года существенное негативное влияние на развитие российской экономики, включая ценовую динамику, оказал немонетарный фактор – распространение пандемии новой коронавирусной инфекции. Были приняты противоэпидемические меры (в частности, временный режим нерабочих дней, ограничения на перемещение населения, требования по социальному дистанцированию), которые имели последствия для развития экономики и ценовых процессов. Часть из них носила кратковременный характер, часть – более долгосрочный.

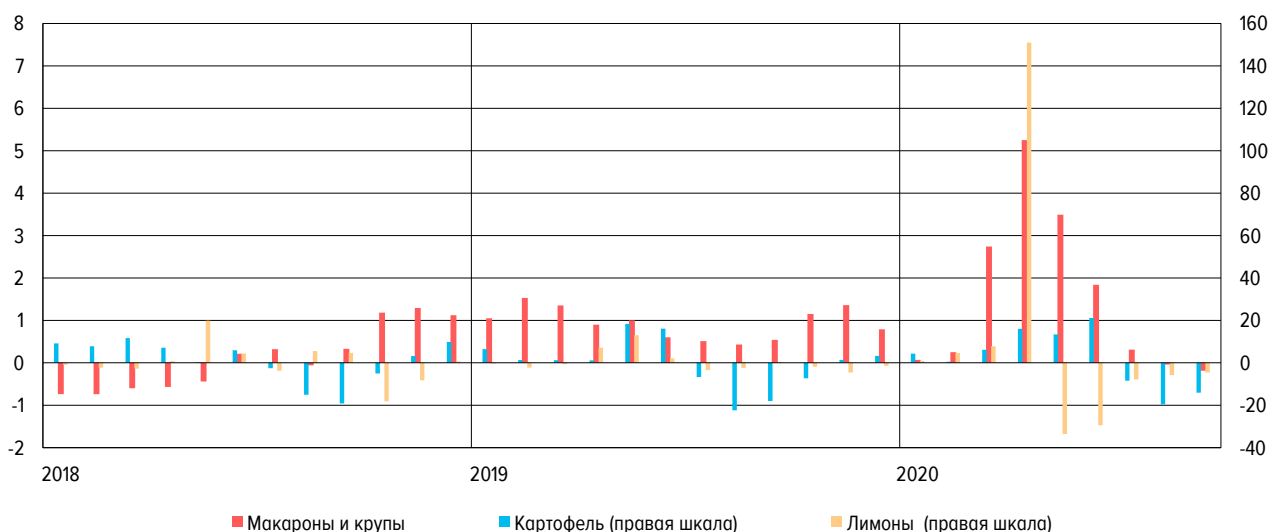
• Кратковременные эффекты

Усиление ценовой волатильности. Оно было обусловлено введением (с конца марта) и последующим постепенным смягчением (с середины мая) противоэпидемических ограничений в регионах страны и формировалось по двум основным каналам. Один из них был связан с колебаниями спроса населения на отдельные виды товаров. Так, подготовка населения к самоизоляции в конце марта – апреле сопровождалась всплеском спроса и цен на товары первой необходимости (продукты питания длительного хранения, народные средства профилактики вирусных инфекций (чеснок, лимоны), предметы личной гигиены, лекарства). Напротив, сокращение поездок населения и грузоперевозок в период нерабочих дней в апреле-мае привело к снижению спроса и цен на бензин, которое сменилось их ускоренным повышением в июне-июле по мере оживления активности (рис. 1, 2).

Другой канал формирования ценовой волатильности был связан с мерами по социальному дистанцированию – приостановкой и затем возобновлением торговли непродовольственными товарами и услугами. В отсутствие предложения цены фиксирова-

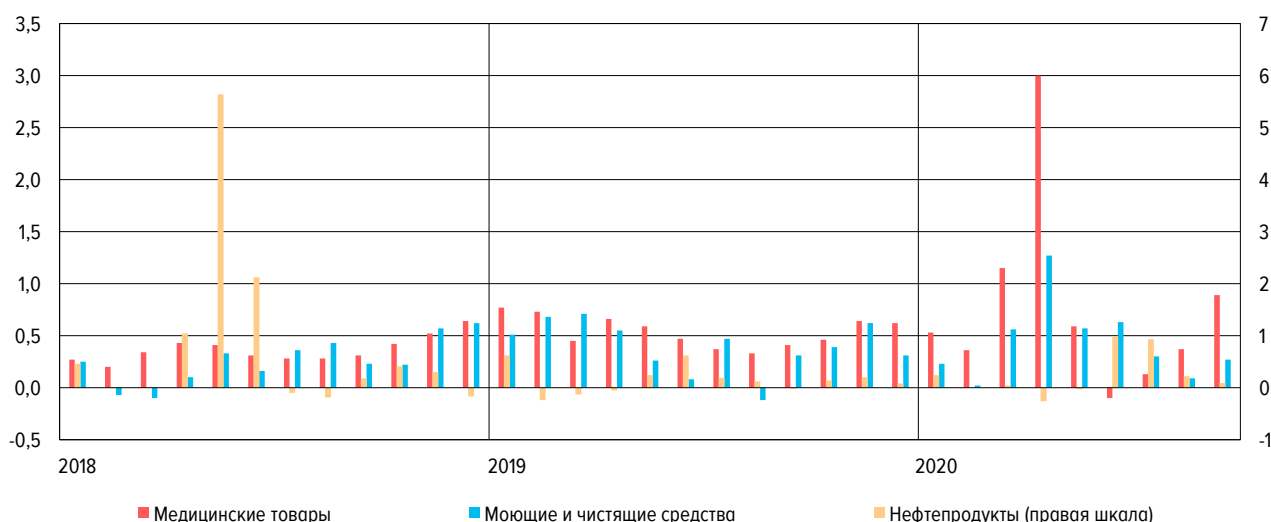
ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ
(прирост в % к предыдущему месяцу SA)

Рис. 1



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

Рис. 2



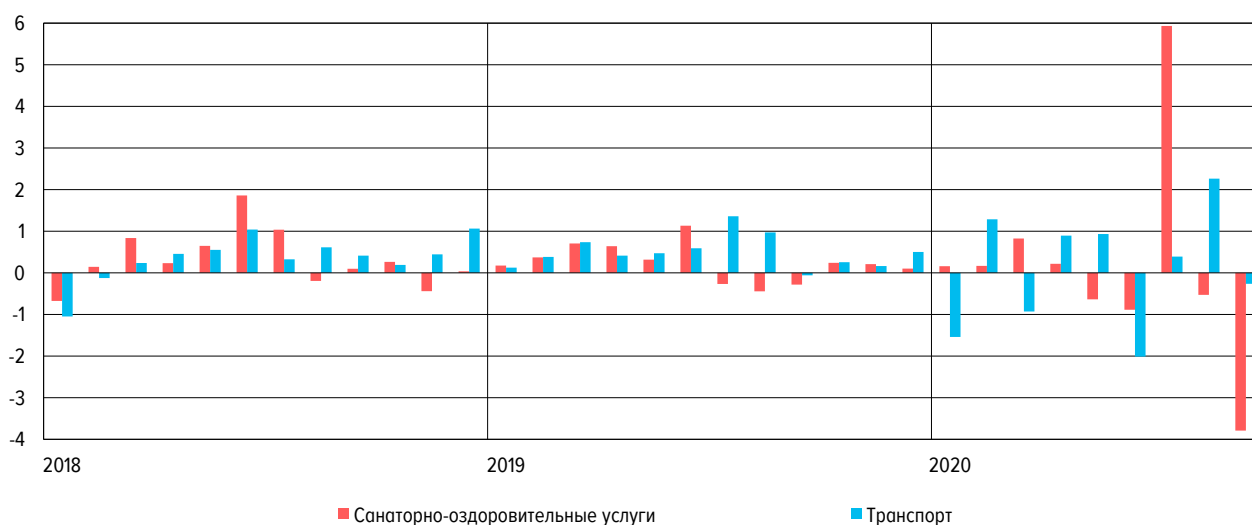
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

лись статистикой как неизменные, а возобновление торговли могло сопровождаться скачками цен, отражавшими подстройку рынка к новым условиям. Особенно заметно было затронуто ценообразование на рынке рекреационных и транспортных услуг (рис. 3). Так, например, формальная неизменность цен на санаторно-оздоровительные услуги в апреле-мае, когда их оказание было под запретом, сменилась быстрым ростом в июне-августе. В широком диапазоне колебались цены на авиаперевозки, по ряду направлений практически полностью приостанавливавшиеся из-за противоэпидемических ограничений.

Меньшее, чем планировалось, повышение тарифов на жилищно-коммунальные услуги. В июле местные органы власти в ряде регионов (в 34 из 82, в основном в Цен-

ЦЕНЫ НА САНАТОРНО-ОЗДОРОВИТЕЛЬНЫЕ И ТРАНСПОРТНЫЕ УСЛУГИ
(прирост в % к предыдущему месяцу SA)

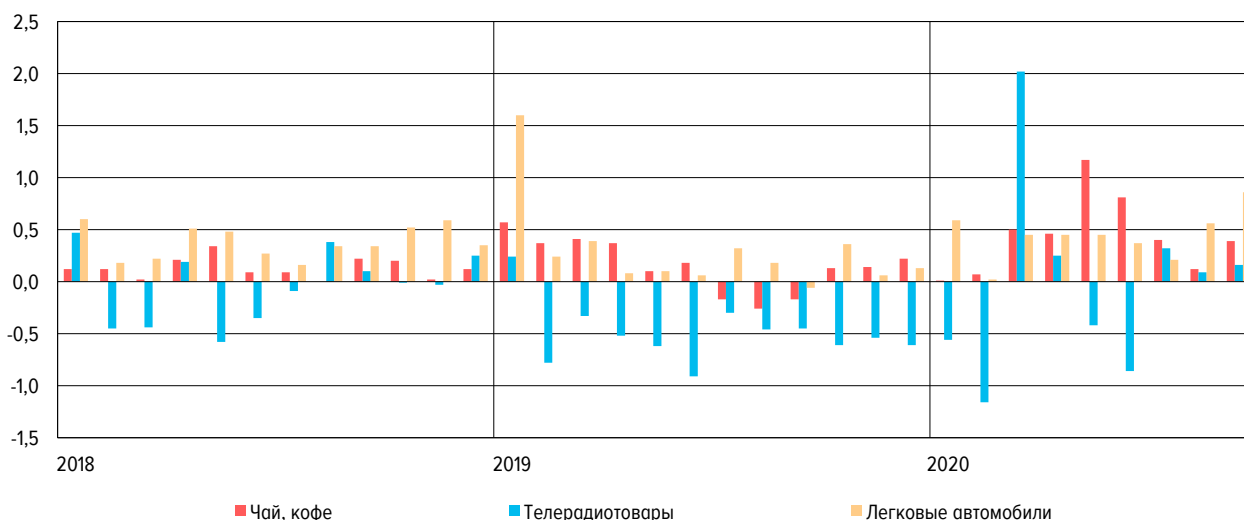
Рис. 3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

Рис. 4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

тральном и Приволжском федеральном округах) приняли решения отложить либо провести частичную индексацию тарифов в рамках мер по поддержке населения. Как результат, в среднем по России годовой прирост тарифов на жилищно-коммунальные услуги составил в июле лишь 2,96% (на 0,35 п.п. больше, чем в июне). Доиндексации скажутся на повышении годовых темпов прироста тарифов в последующие месяцы. В сентябре они составили 3,30%.

Проинфляционное давление ослабления рубля в конце I квартала 2020 года. Резкое снижение обменного курса рубля в марте явилось результатом противоэпидемических мер, принятых во многих странах мира и приведших к ослаблению глобальной экономики. Оно создало давление на цены импортируемой готовой и промежуточной продукции, которое было усилено ажиотажным спросом домохозяйств. Как результат, заметно выросли потребительские цены на продовольственный импорт, непродовольственные товары длительного пользования (бытовую технику и электронику, рис. 4). В апреле-мае ограничения на розничную торговлю в сегменте непродовольственных товаров затормозили рост цен. В июне-августе, по мере восстановления работы торговых точек и оживления спроса, повышение цен на эту группу товаров возобновилось.

Другим каналом влияния ослабления рубля был рост цен экспортного паритета, который сказался на повышении цен на зерно и продукты его переработки. Проинфляционные риски были ограничены мерами, принятым Правительством Российской Федерации, – повышению экспортных пошлин и проведению зерновых интервенций.

Указанные временные эффекты, имевшие немонетарные причины, не формировали непосредственных рисков для среднесрочного прогноза инфляции, и Банк России не реагировал на них мерами денежно-кредитной политики.

• Долговременные эффекты

Вторичные проинфляционные последствия кратковременных эффектов. Ценовые всплески, давление на затраты и цены со стороны ослабления рубля, общее усиление неопределенности имели более продолжительные вторичные последствия, затрагивающие проведение денежно-кредитной политики. Они отразились на росте в феврале-апреле 2020 года инфляционных ожиданий населения и предприятий, формирование которых носит адаптивный характер. Уровень инфляционных ожиданий оставался повышенным, что Банк России учитывал при принятии решений по ключевой ставке.

Дезинфляционное влияние ослабления экономической активности и спроса. Однако главным с точки зрения проведения денежно-кредитной политики стало резкое ослабление экономической активности, сопровождавшееся противозидемические ограничения в России и мире в целом. Сжатие спроса, более быстрое и существенное, чем снижение потенциального выпуска, отличающегося большей инерционностью, привело к формированию глубокого отрицательного разрыва выпуска и сильного дезинфляционного давления. Как результат, возник риск устойчивого и значимого отклонения инфляции вниз от цели на среднесрочном горизонте. В этих условиях для поддержания ценовой стабильности Банк России существенно смягчил денежно-кредитную политику. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 3,9–4,2% в 2020 году, 3,5–4,0% в 2021 году и останется вблизи 4% в дальнейшем.

ПРИЛОЖЕНИЕ 5 МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ В ЦЕЛОМ: ПОДХОДЫ К ПРЕОДОЛЕНИЮ КРИЗИСА

Правительства и центральные банки как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками, подошли к кризису, связанному с коронавирусом, с уже замедляющимися темпами роста ВВП, низкой или снижающейся инфляцией и низким уровнем процентных ставок. Это существенно отличалось от картины кризиса 2008 года, к началу которого экономики многих стран были перегретыми, а инфляция и ставки – высокими. Разные первоначальные условия означают, что различными были и возможности правительств и центральных банков для проведения антикризисных мер. Резкий спад мировой экономики в начале 2020 года вызвал необходимость принятия широкого комплекса мер со стороны правительств и центральных банков в условиях ограниченного пространства для проведения стимулирующей макроэкономической политики.

Отличались также первоначальные условия разных стран. Развитые страны после глобального финансового кризиса еще не успели перейти от стимулирующей денежно-кредитной политики к нейтральной: ставки в экономике оставались низкими при инфляции ниже цели центрального банка, а балансы регуляторов только недавно начали сокращаться после программ количественного смягчения либо все еще росли. Стимулирующая фискальная политика привела к значительному росту государственных обязательств. Страны с формирующимися рынками либо находились на этапе смягчения денежно-кредитной политики, либо уже достаточно сильно смягчили политику для стимулирования внутреннего спроса на фоне замедления мировой экономики и снижающейся инфляции. Несмотря на снижение инфляции, инфляционные ожидания во многих странах с формирующимися рынками все еще оставались довольно волатильными. Сохранялись также высокая чувствительность обменного курса к потокам капитала и высокое значение коэффициента переноса валютного курса на инфляцию. Государственный долг у большинства стран с формирующимися рынками был низким, однако все еще высокие ставки в экономике оказывали дополнительную нагрузку на бюджет в части обслуживания долга. Таким образом, если для развитых стран основными ограничениями стали уже нулевые или даже отрицательные ставки и высокий уровень государственного долга, то для стран с формирующимися рынками – высокая стоимость обслуживания долга, падение доходов бюджета, риски оттока капитала, ослабления обменного курса и ускорения инфляции. В зависимости от чувствительности экономики к данным рискам возможности для смягчения политики среди стран с формирующимися рынками также различались.

В ответ на текущий кризис правительствам и центральным банкам как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками необходимо было стабилизировать финансовые рынки, поддержать доверие к финансовой системе и смягчить падение внутреннего спроса. Для решения этих задач центральные банки и правительства осуществили комплекс мер денежно-кредитной, макропруденциальной и бюджетной политики. Масштаб и набор применяемых мер различались исходя из структурных особенностей экономики, уровня развития финансовых рынков и ограничений макроэкономической политики конкретной страны. В части денежно-кредитной по-

литики в странах с формирующимися рынками произошло существенное снижение ключевых ставок, в развитых странах из-за существенно более ограниченного пространства для снижения ставок расширились или начали впервые осуществляться программы покупки активов. Как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками были выданы значительные объемы кредитов финансовым институтам. Кроме того, усилилась роль центральных банков как кредиторов последней инстанции. В сфере макропруденциальной политики регуляторы ослабили требования к банкам как в целом, так и по операциям в отдельных секторах, что в том числе повысило эффективность принятых мер по денежно-кредитной политике. В части бюджетной политики правительства прежде всего запустили и продолжают осуществлять масштабные меры финансовой поддержки населения и бизнеса.

Денежно-кредитная политика

Центральные банки большинства развитых стран в марте 2020 года отреагировали на ситуацию **снижением ключевых ставок** до нулевой границы (0–0,25% годовых). У ряда развитых стран ключевые ставки в начале 2020 года находились в диапазоне 0,75–1,75% годовых, что дало центральным банкам пространство для их снижения от 0,65 п.п. (Великобритания) до 1,5 п.п. (США, Канада, Норвегия). Ставки ЕЦБ, Банка Японии и национальных банков Швейцарии и Дании уже находились на нуле или в отрицательной зоне. В условиях ограниченного пространства для смягчения денежно-кредитной политики традиционными мерами центральные банки США, еврозоны, Великобритании, Японии и Швеции возобновили или расширили **программы покупки активов**. При этом объемы покупок значительно увеличились в сравнении с 2008 годом. Так, балансы четырех крупнейших центральных банков развитых стран¹ в марте-июне 2020 года выросли на 8–15% ВВП, достигнув 35–120% ВВП². Впервые запустили программы покупки активов в Канаде, Новой Зеландии, Австралии, где ставки уже были снижены практически до нуля. Некоторые центральные банки для повышения эффективности количественного смягчения проводили или начали проводить покупки с установленным целевым значением по доходностям государственных облигаций.

Центральные банки стран с формирующимися рынками, имея большее пространство для смягчения политики традиционным способом, снизили ставки сильнее, чем центральные банки развитых стран. Как и в случае развитых стран, центральные банки с изначально высокой ключевой ставкой (ЮАР, Бразилия, Аргентина, Мексика, Турция) снижали ставки на большую величину. С другой стороны, смягчение политики происходило плавно для недопущения чрезмерного оттока капитала и ослабления курса. Несмотря на большее пространство для снижения ставки и отсутствие рисков устойчивой дефляции, некоторые центральные банки стран с формирующимися рынками запустили ранее не применявшиеся программы покупки активов. В небольшой группе стран начата и продолжается по сей день покупка активов в связи с снижением ключевой ставкой нижней границы (Израиль, Польша, Чили и Южной Корея). В основном же покупки активов в странах с формирующимися рынками проводились в случае экстренной необходимости для поддержки функционирования финансового сектора. В связи с этим масштабы покупки активов стран с формирующимися рынками меньше, чем в развитых странах, – 0,2–2,8% ВВП. Кроме того, центральные банки

¹ ФРС, ЕЦБ, Банк Японии, Банк Англии.

² В 2008 году балансы в первые месяцы запуска программ выросли на 4–11% ВВП, составив 8–25% ВВП.

стран с формирующимися рынками выкупали, как правило, только государственные облигации, в то время как в развитых странах выкупались как государственные, так и муниципальные и корпоративные облигации. В отношении покупки активов в странах с формирующимися рынками отдельного внимания заслуживает случай Банка Индонезии, который временно перешел к монетарному финансированию государственного бюджета.

Важной антикризисной мерой в условиях уменьшения активности на межбанковском рынке стало предоставление банковскому сектору **дополнительных возможностей по привлечению ликвидности**. В условиях снижения доверия на рынке, роста спроса на ликвидность, связанного с мотивом предосторожности, и опасений участников рынка относительно возможности привлечь средства в будущем, в том числе на длительные сроки, центральные банки стремились гарантировать доступ к ликвидности для всех финансово устойчивых контрагентов. Как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками для поддержки ликвидности использовались ранее действовавшие инструменты денежно-кредитной политики – аукционы и операции постоянного действия. При этом ряд центральных банков, управляющих ликвидностью в режиме процентного коридора (Индия, Индонезия, Корея, Мексика, ЮАР), перешли к удовлетворению заявок на аукционах в полном объеме, что способствовало формированию текущего избытка ликвидности. Также многие центральные банки (в частности, Австралии, Канады, Израиля, Бразилии, Чили, Южной Кореи, Турции) **расширили состав обеспечения** по операциям рефинансирования. В ряде стран (Бразилия, Индонезия, Хорватия, Исландия) высвобождению дополнительной ликвидности способствовало **снижение нормативов обязательных резервов**. Кроме того, многие центральные банки ввели инструменты по предоставлению ликвидности на длительные сроки или **увеличили сроки** ранее действовавших инструментов. В частности, на сроки до 1 года³ готовы предоставлять ликвидность центральные банки Индонезии, Новой Зеландии, на срок до 5 лет – центральные банки Венгрии, Хорватии.

В дополнение к операциям, проводимым в целях управления ликвидностью, центральные банки развитых стран и стран с формирующимися рынками запустили программы по предоставлению средств на длительные сроки для **поддержки кредитования экономики**, в том числе отдельных наиболее пострадавших секторов, а также программы поддержки занятости. Эти программы существенно различаются по параметрам (форма участия центрального банка, срок, разделение рисков, условия предоставления средств) в зависимости от целей программ и особенностей финансового рынка страны. Так, в развитых странах центральные банки в основном выкупают выпуски ценных бумаг нефинансовых компаний, соответствующих определенным параметрам (например, относящихся к субъектам МСП). В частности, такие программы есть у ФРС США, Банка Англии, ЕЦБ. Другой формой поддержки кредитования нефинансового сектора является предоставление кредитов центрального банка на длительные сроки по льготным ставкам, при этом от кредитных организаций – получателей средств требуется выполнение определенных условий. Этими условиями могут быть сохранение на текущем уровне или увеличение портфеля кредитов, предоставленных нефинансовому сектору или его отдельным сегментам (например, предприятиям МСП). Такие кредиты предоставляют центральные банки Великобритании, Чили,

³ За исключением механизмов поддержки кредитования.

Израиля, Новой Зеландии. Нарушение условий предоставления средств, как правило, влечет за собой обязанность досрочного погашения кредита или увеличение ставки. Также у некоторых центральных банков (США, Бразилия) есть программы поддержки занятости, в соответствии с которыми предоставляются специальные льготные кредиты на выплаты заработных плат сотрудникам, которые в противном случае были бы уволены. Как правило, такие программы реализуются при участии правительств, которые частично или полностью берут на себя финансирование и риски по кредитам.

Многие центральные банки стран с формирующимися рынками (например, Бразилии, Чили, Турции и ЮАР) для стабилизации обменного курса проводили **операции по продаже иностранной валюты на рынке**. Также в некоторых странах (например, Бразилии, Корею, Мексике) начали предоставлять банкам ликвидность в иностранной валюте, в том числе за счет своп-линии ФРС США. Интервенции на валютном рынке и предоставление валютной ликвидности банкам позволили смягчить долговую нагрузку на домохозяйства, фирмы и банки с долгами в иностранной валюте, а также ограничить ускорение инфляции через валютный канал. Тем не менее объемы данных операций были относительно небольшими – как правило, сокращение резервов в течение 3 месяцев с начала кризиса не превышало 10%, за исключением Турции, где валютные резервы сократились более чем на 40% с марта по июль текущего года.

Антикризисные меры финансового регулирования

Мировой кризис 2020 года из-за приостановки экономической активности в связи с борьбой с распространением коронавируса вызвал ухудшение параметров финансового сектора. Это наблюдалось как в экономиках, где финансовый сектор занимает существенную долю в валовом выпуске, так и в экономиках с формирующимися финансовыми рынками.

Ситуация в реальном секторе оказывала непосредственное влияние на финансовый сектор, и среди мер антикризисной политики существенную роль играли меры смягчения макропруденциальной политики и отдельные послабления в других областях финансового регулирования. Постепенное развитие макропруденциального инструментария в мире в прошедшее десятилетие позволило накопить в банковском секторе существенные буферы капитала и ликвидности.

Таким образом, текущий кризис принципиально отличается от кризиса 2008 года гораздо большей устойчивостью финансового сектора, хоть и характеризуется большими экономическими потерями. После продолжительного периода ужесточения регулятивных требований их роспуск способствовал ускорению адаптации финансового сектора к кризису и расширению возможностей по кредитованию экономики.

В первую очередь были приняты контрциклические меры, которые позволили поддержать докризисные **оценки качества активов банков**. Так, в большинстве экономик (например, в еврозоне, Великобритании, Канаде, Японии, а также Индии, Индонезии и Южной Корее) были приняты соответствующие решения для оценки качества активов, непосредственно затронутых мерами по борьбе с пандемией коронавируса. Кроме того, в ряде экономик (в том числе США и еврозоне) было принято решение о смягчении требований МСФО 9, оказывающих существенное влияние на оценку возможных потерь по кредитам и прочим активам.

Были приняты также меры по поддержанию капитала банков для максимально быстрой адаптации к сложившейся ситуации и возможности оперативного восстановления кредитной активности. Так, были полностью или частично **распущены контрци-**

ключеские буферы капитала (во всех юрисдикциях, где ранее данный инструмент был активирован). Кроме того, во многих экономиках были распушены постоянно действующие надзорные буферы капитала – буферы консервации капитала (например, в Бразилии) и/или буферы за статус национальной системной значимости (например, в Канаде и Нидерландах).

Для усиления действия указанных мер были выдвинуты требования или рекомендации об **ограничении выплат дивидендов и вознаграждений** банковским топ-менеджерам и неосуществлении обратного выкупа акций банками. Эти меры были довольно активно распространены во многих юрисдикциях, но при этом не были реализованы в ряде крупнейших экономик (в частности, в США).

В условиях волатильных финансовых потоков определенную поддержку кредитной активности может оказать **смягчение требований по ликвидности**. Для этого были снижены требования к нормативам ликвидности или обязательным резервам. В частности, в отдельных странах с формирующимися рынками были смягчены требования норматива краткосрочной ликвидности (в частности, в ЮАР в условиях сохранения действия безотзывных кредитных линий для выполнения данного норматива) и снижены резервные требования в иностранных валютах (в Индонезии).

Кроме того, были **перенесены сроки внедрения новых стандартов** или отдельных плановых ужесточений финансового регулирования (например, в США, Великобритании, Японии, Сингапуре, Бразилии, Мексике). Это дополнительно позволило финансовым организациям сфокусироваться на подстройке к текущим условиям.

В совокупности регулятивные смягчения существенно повысили возможности финансового сектора по покрытию текущих издержек и увеличению кредитной активности.

Бюджетная политика

Для обеспечения жизнедеятельности домохозяйств и фирм, сохранения их платежеспособности и поддержки совокупного спроса в экономике правительства осуществили комплекс мер бюджетного стимулирования. Значимость стимулирующих бюджетных мер была особенно велика в этот кризис, так как из-за локдауна смягчение денежно-кредитной политики и регуляторных мер не транслировалось в экономику с обычной скоростью.

Помощь населению главным образом осуществлялась **прямыми трансфертами** из бюджета. Поддержка же бизнеса в свою очередь осуществлялась как бюджетными мерами – безвозвратными перечислениями из бюджета и **снижением/отсрочкой налоговых выплат**, так и внебюджетными мерами – **кредитованием и правительственными гарантиями** по кредитам. При этом все данные меры оказывают стимулирующее воздействие на спрос в экономике.

Размер государственной поддержки в кризис существенно различается между странами в зависимости от ограниченности возможностей денежно-кредитной политики, пространства для смягчения бюджетной политики и степени жесткости ограничений, вводимых правительством для борьбы с коронавирусом. В странах с небольшим уровнем государственного долга, низкой стоимостью его обслуживания и высокими суверенными рейтингами больше возможностей для смягчения бюджетной политики без нарушения устойчивости государственных финансов.

В развитых странах в условиях ограниченного пространства для снижения ставки, низкой стоимости обслуживания долга и жестких ограничений социальных контактов

правительства запланировали широкомасштабные программы бюджетного стимулирования. Объемы стимулирования составляют в среднем около 20% ВВП. В странах с формирующимися рынками эпидемиологическая ситуация была более благоприятной, в связи с чем потребность в наращивании государственных расходов была ниже. Кроме того, несмотря на относительно низкий уровень государственного долга, высокая стоимость его обслуживания ограничивает возможности бюджетного смягчения. Для стран – экспортеров сырья падение цен на нефть, снизившее доходы бюджета, стало дополнительным ограничением для наращивания государственных расходов и снижения налогов. Таким образом, в связи с имевшимися потребностями и ограничениями бюджетное стимулирование в странах с формирующимися рынками оказалось скромнее, чем в развитых странах, составив в среднем около 5%.

Выводы

Принятые в разных странах меры в целом соответствуют задачам по успешному преодолению кризиса. Тем не менее, по мнению экспертов⁴, существует ряд вызовов, с которыми макроэкономическая политика может столкнуться в ближайшее время. В ответ на данные вызовы центральным банкам и правительствам необходимо проводить политику, которая будет минимизировать долгосрочные негативные последствия кризиса, связанного с коронавирусом.

По мере выхода мировой экономики из рецессии центральные банки будут переходить от стимулирующей денежно-кредитной политики к нейтральной. Однако слишком ранняя нормализация политики может привести к замедлению восстановления экономики, а поздняя – создать риски высокой инфляции и «пузырей» на финансовых рынках. Из этого следует, что выход из стимулирующей политики должен быть своевременным, а стратегия выхода – ясной и прозрачной.

Падение прибыльности, кредитных рейтингов, капитализации и ликвидности банков ограничивают возможности роста кредитования, необходимого для быстрого восстановления экономики. Кроме того, при дальнейшем снижении качества заемщиков банкам необходимо будет создавать новые буферы. В связи с этим центральным банкам необходимо найти баланс между поддержкой текущего кредитования и сохранением капитализации и ликвидности банковской системы, созданием «подушек безопасности» для банков.

Антикризисные меры ожидаемо привели к росту государственного долга. Правительствам же критически важно сохранить устойчивость бюджетной сферы, поэтому они должны быть готовы в случае необходимости значительно скорректировать свою политику для обеспечения стабильности государственных финансов. Рост государственного долга усиливает стимулы правительства снизить реальную долговую нагрузку за счет низких ставок и высокой инфляции, что может создавать угрозу независимости центральных банков и, как следствие, доверию к денежно-кредитной политике. Условием для недопущения подобного сценария является проведение центральными банками денежно-кредитной политики строго в соответствии со своими мандатами.

⁴ Годовой отчет БМР (2020 год).

ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

Табл. 1

Тип инструмента	Мера	Развитые страны							Развивающиеся страны							
		США	ЕВР	ЯПО	ВБ	КАН	АВС	ШВЦ	БРА	КИТ	ИНД	ИНЗ	КОР	МЕК	ТАИ	ЮАР
Ключевая ставка	Снижение ключевой ставки	+			+	+	+		+	+	+	+	+	+	+	+
Кредитование/ликвидность	Общее предоставление ликвидности	+	+	+	+	+	+		+	+	+	+	+	+	+	+
	Специализированные кредиты	+	+	+	+		+	+	+	+		+	+	+	+	
Покупка/продажа активов	Государственные облигации	+	+	+	+	+	+				+	+	+		+	+
	Векселя	+	+	+	+	+							+			
	Корпоративные облигации	+	+	+	+	+							+		+	
	Иные частные активы		+	+		+										
Валютные свопы/интервенции	Долларовые линии (свопы)		+	+	+	+	+	+	+				+	+		
	Валютные интервенции							+	+		+	+	+	+		
Пруденциальные нормативы и регулирование	Требования к капиталу	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		+
	Требования к ликвидности	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	Ограничения на выплаты		+		+	+	+	+	+		+	+	+	+	+	+
	Функционирование рынка	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

Примечание: США – Соединенные Штаты Америки, ЕВР – еврозона, ЯПО – Япония, ВБ – Великобритания, КАН – Канада, АВС – Австралия, ШВЦ – Швейцария, БРА – Бразилия, КИТ – Китай, ИНД – Индия, ИНЗ – Индонезия, КОР – Южная Корея, МЕК – Мексика, ТАИ – Таиланд, ЮАР – Южно-Африканская Республика.

Источник: Годовой отчет БМР (2020 год).

ЭЛЕМЕНТЫ БЮДЖЕТНЫХ ПРОГРАММ

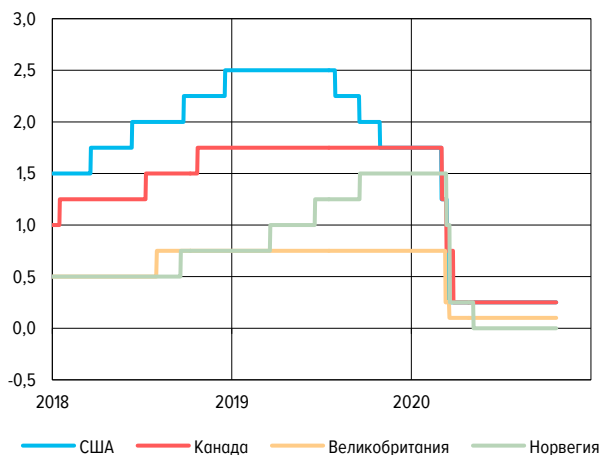
Табл. 2

	Развитые страны							Развивающиеся страны						
	США	ЯПО	ГЕР	ФРА	ИТА	ИСП	ВБ	БРА	КИТ	ИНД	КОР	МЕК	ЮАР	
Меры поддержки системы здравоохранения	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Меры поддержки домашних хозяйств														
Прямые трансферы	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		+
Иная поддержка доходов занятых	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		+
Субсидирование заработных плат	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		+		+
Снижение налогов	+	+	+	+		+				+	+	+		+
Отсрочка налогов	+	+	+		+	+	+					+	+	+
Меры поддержки бизнеса														
Отсрочка налогов	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Поддержка ликвидности	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Снижение налогов	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+		
Прямые трансферы		+	+		+		+		+	+				+

Примечание: США – Соединенные Штаты Америки, ЯПО – Япония, ГЕР – Германия, ФРА – Франция, ИТА – Италия, ИСП – Испания, ВБ – Великобритания, БРА – Бразилия, КИТ – Китай, ИНД – Индия, ИНЗ – Индонезия, КОР – Южная Корея, МЕК – Мексика, ЮАР – Южно-Африканская Республика.

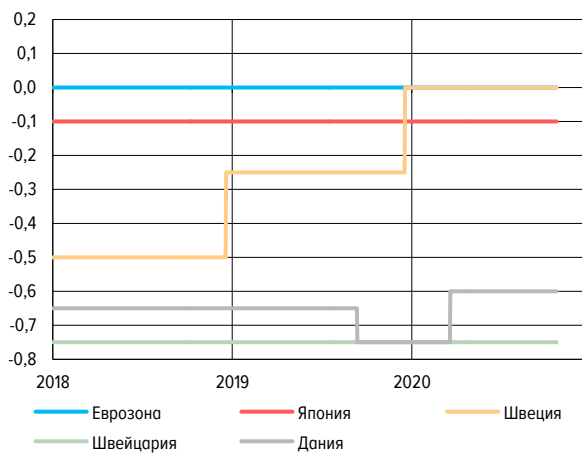
Источник: Годовой отчет БМР (2020 год).

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ РАЗВИТЫХ СТРАН (1) (рис. 1)
(% годовых)



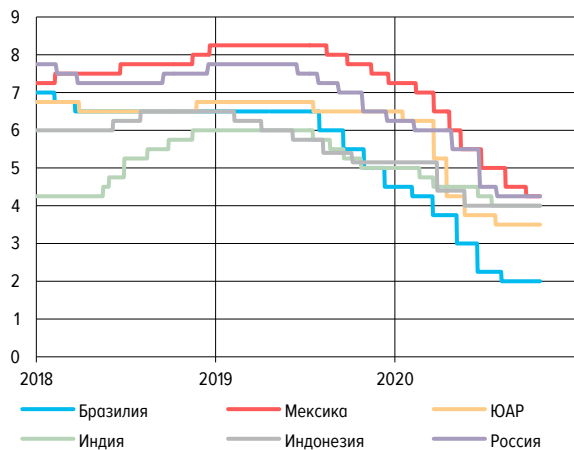
Источники: сайты центральных банков.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ РАЗВИТЫХ СТРАН (2) (рис. 2)
(% годовых)



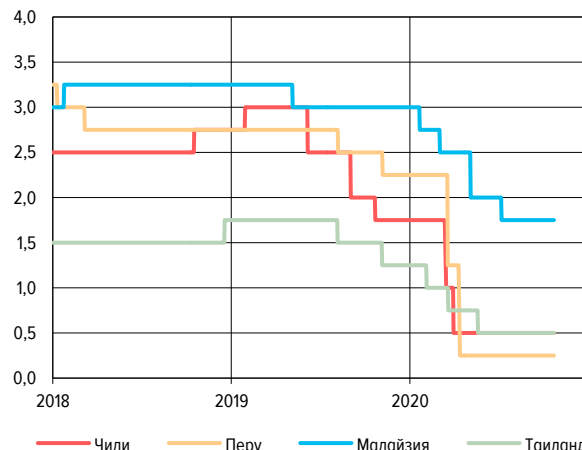
Источники: сайты центральных банков.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ СФР (1) (рис. 3)
(% годовых)



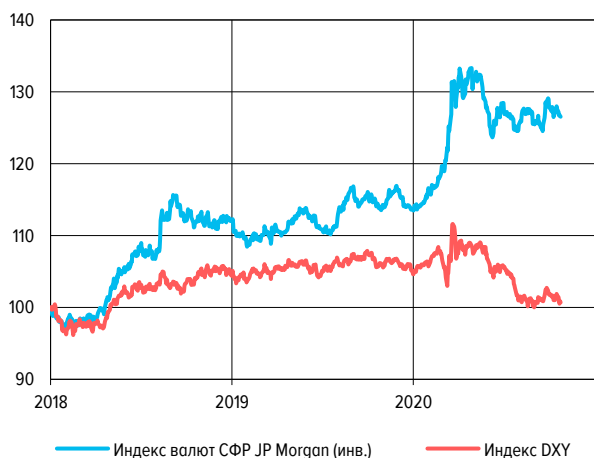
Источники: сайты центральных банков.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ СФР (2) (рис. 4)
(% годовых)



Источники: сайты центральных банков.

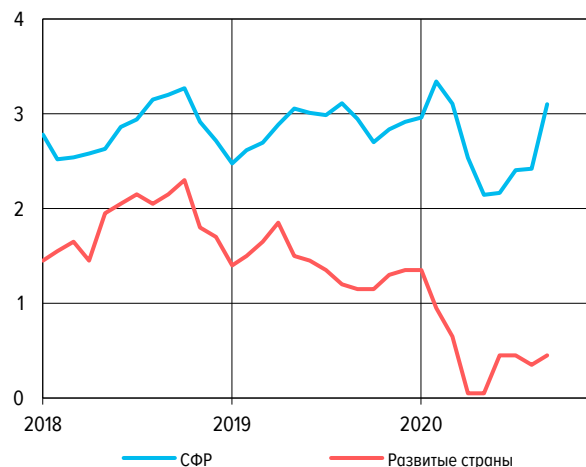
ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА США К ВАЛЮТАМ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН (100 = 01.01.2018) Рис. 5



Примечание: индекс DXY показывает изменение курса доллара США по отношению к корзине из шести основных валют: евро, иена, фунт стерлингов, канадский доллар, шведская крона и швейцарский франк; индекс валют СФР JP Morgan показывает изменение курса корзины из 10 валют стран с формирующимися рынками по отношению к доллару США.
Источники: Reuters, расчеты Банка России.

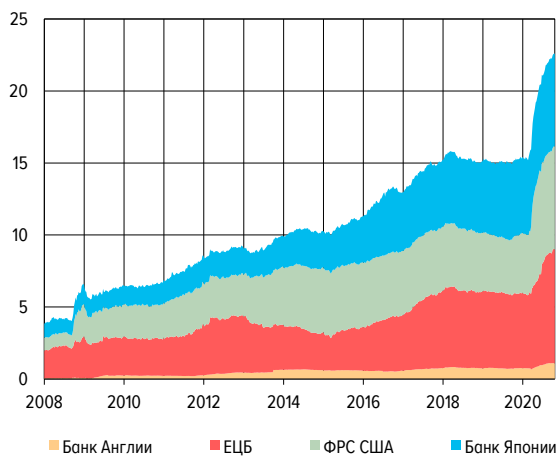
ИНФЛЯЦИЯ В РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ (МЕДИАННОЕ ЗНАЧЕНИЕ ПО ГРУППАМ СТРАН) Рис. 6

(% к соответствующему периоду предыдущего год)



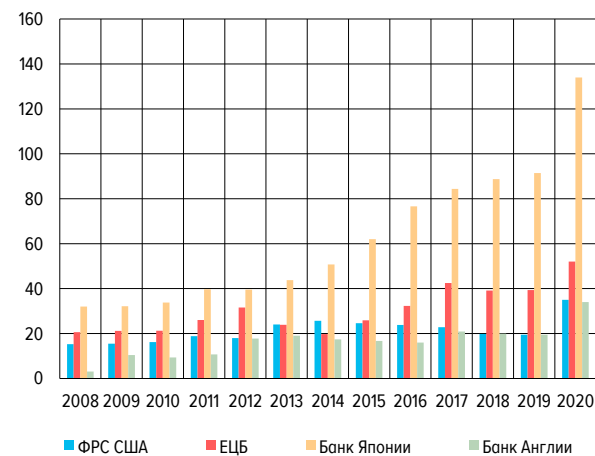
Примечание: развитые страны: США, Еврозона, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Дания, Швейцария; СФР: Бразилия, Мексика, ЮАР, Индия, Индонезия, Россия, Чили, Перу, Малайзия, Таиланд.
Источник: Reuters, расчеты Банка России

Балансы центральных банков стран G4 (трлн долл. США) Рис. 7



Источник: сайты центральных банков.

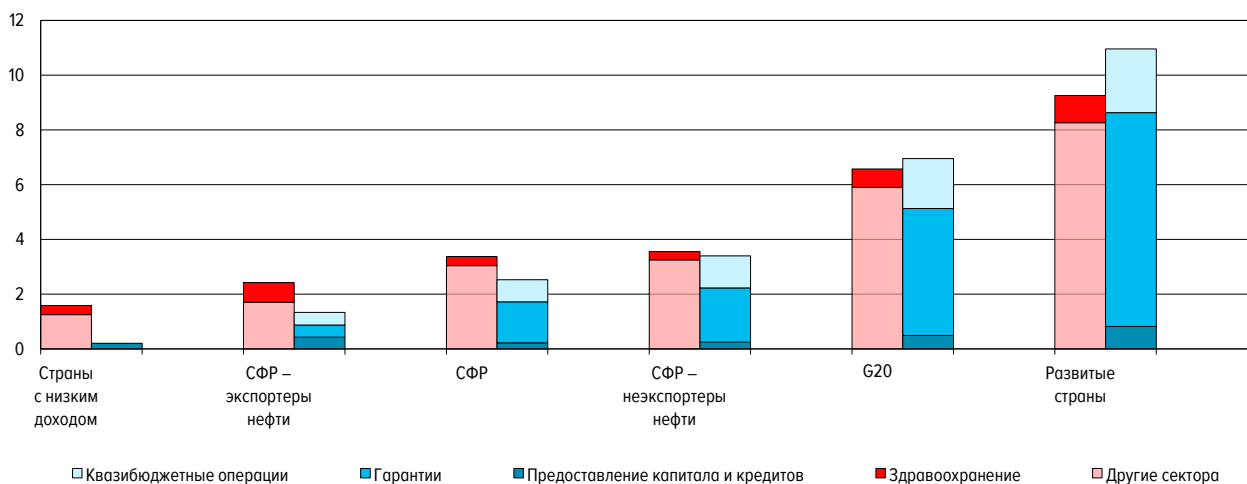
БАЛАНСЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ СТРАН G4 (% ВВП) Рис. 8



Источник: сайты центральных банков.

АНТИКРИЗИСНЫЕ БЮДЖЕТНЫЕ МЕРЫ (% ВВП)

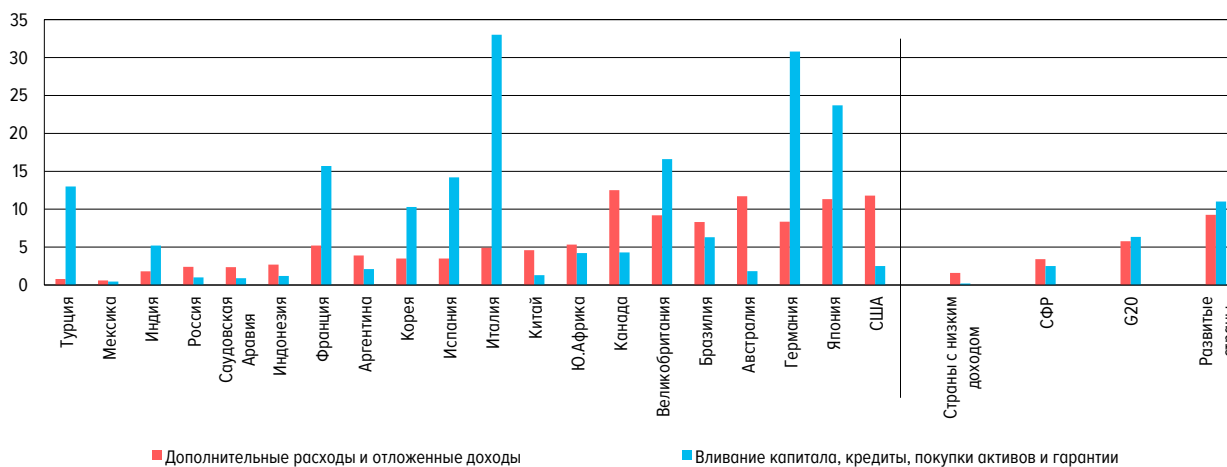
Рис. 9



Примечание: красный цвет – бюджетные меры, синий – внебюджетные.
 Источник: IMF Fiscal Monitor Database (октябрь 2020 г.).

АНТИКРИЗИСНЫЕ БЮДЖЕТНЫЕ МЕРЫ (% ВВП)

Рис. 10



Источник: IMF Fiscal Monitor Database (октябрь 2020 года).

ПРИЛОЖЕНИЕ 6 ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: МЕЖСТРАНОВЫЕ СОПОСТАВЛЕНИЯ

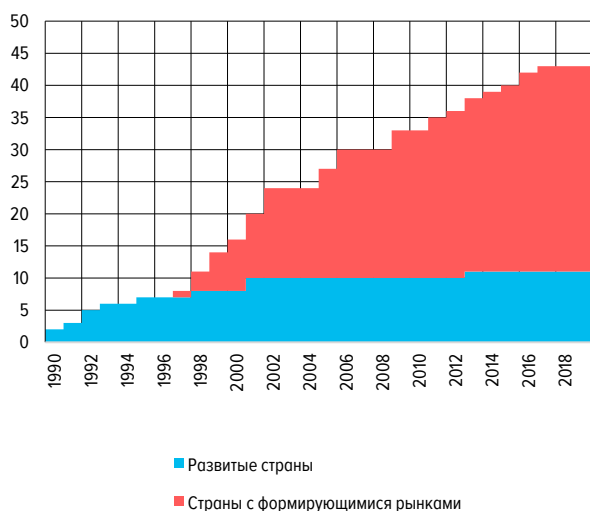
Место стран с режимом таргетирования инфляции в мировой экономике

Доля стран де-юре и де-факто, таргетирующих инфляцию, в мировом ВВП достигает почти 75%. В 1989 году Новая Зеландия стала первой страной, перешедшей к режиму таргетирования инфляции. С тех пор многие центральные банки из-за недостаточной эффективности действовавших режимов денежно-кредитной политики начали постепенно переходить к режиму таргетирования инфляции. По данным МВФ, в настоящее время эту политику проводит 41 страна. На них приходится более трети мирового ВВП. США и еврозона официально не применяют режим таргетирования инфляции, но тем не менее стремятся к достижению в среднесрочном плане установленных целей по инфляции.

При переходе к режиму таргетирования инфляции центральные банки устанавливают цель по инфляции с учетом структурных и институциональных особенностей экономики. В развитых странах инфляция, инфляционные ожидания, уровень процентных ставок в экономике обычно несколько ниже, чем в странах с формирующимися рынками. Поэтому развитые страны выбирают целевой уровень инфляции от 2 до 2,5%, а страны с формирующимися рынками, как правило, – от 2,5 до 5%. Снижение инфляции с высокого уровня до целевого значения 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, особенно-

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

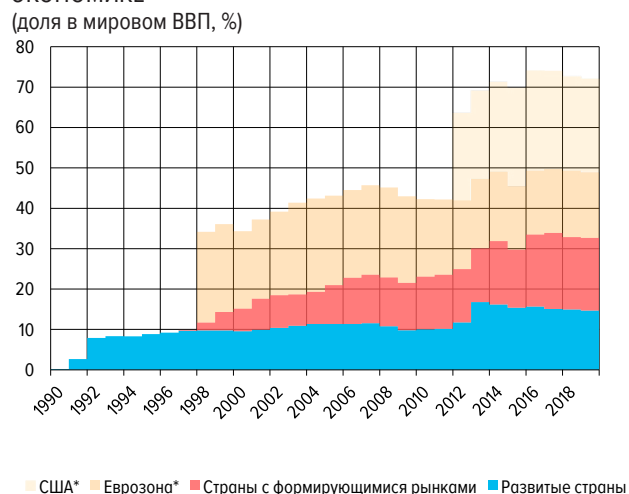
Рис. 1



Источник: ежегодный доклад МВФ о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER), 2018 год.

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

Рис. 2



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

Источник: ежегодный доклад МВФ о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER), 2018 год.

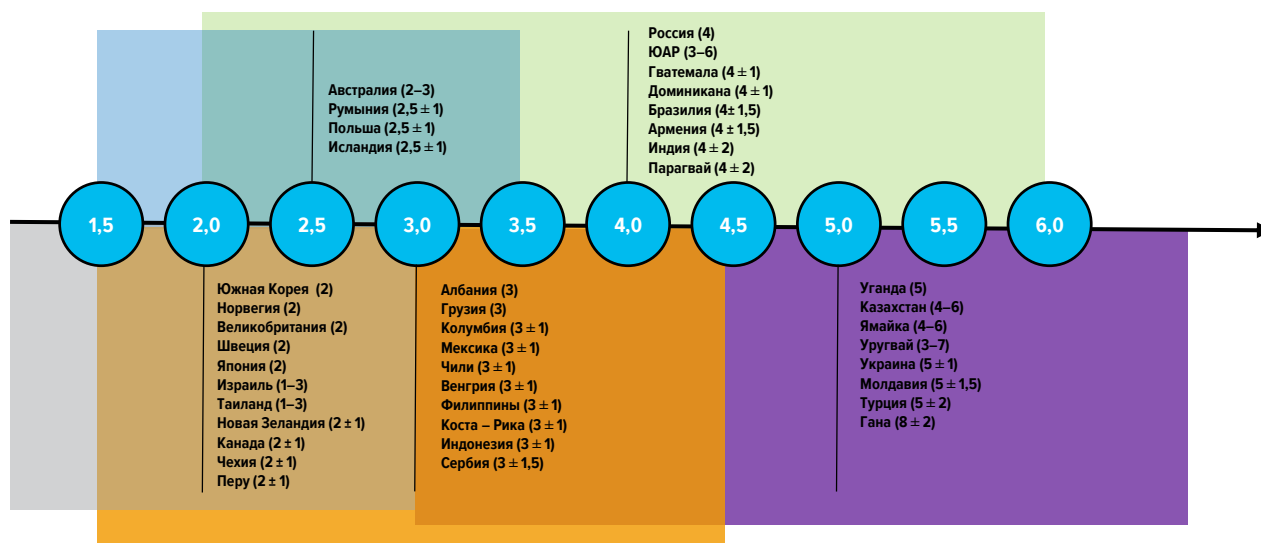
сти операционного механизма, могут различаться в зависимости от уровня развития финансовых рынков и в целом специфики конкретной страны. В частности, принятую в США в августе 2020 года новую стратегию денежно-кредитной политики можно охарактеризовать как подвид режима таргетирования инфляции с большей гибкостью по срокам возвращения инфляции к цели.

Достижение целей по инфляции после введения режима таргетирования инфляции

В отдельные периоды инфляция может значительно отклоняться от цели, однако большинство центральных банков, таргетирующих инфляцию, в конечном счете успешно снижают уровень инфляции, а отклонения инфляции и инфляционных ожиданий остаются в пределах диапазона допустимых колебаний. Для 82% развитых стран среднее отклонение инфляции от цели с момента введения режима составляет менее 1 п.п., для 83% стран с формирующимися рынками – менее 2 процентных пунктов¹. Разброс в уровнях макроэкономических показателей выше в странах с более высокими инфляционными ориентирами. В странах с длительным опытом применения режима таргетирования инфляции, например в Великобритании, Канаде или Австралии, инфляция в среднем находится вблизи цели, что подтверждает успешность их денежно-кредитной политики.

ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ СТРАН, ПРИМЕНЯЮЩИХ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ (%)

Рис. 3

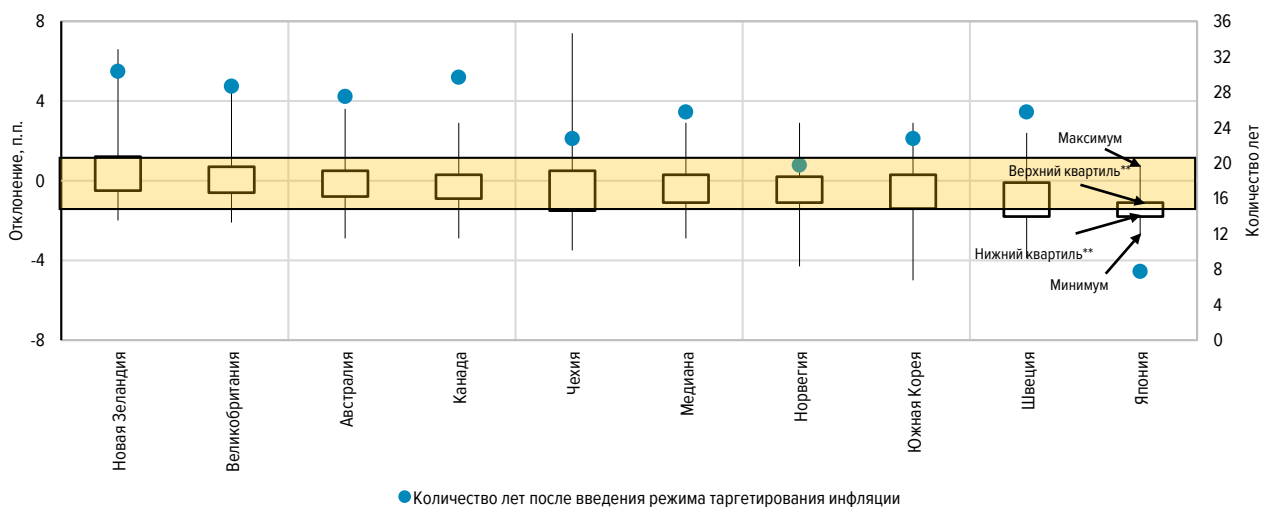


Источники: МВФ, сайты центральных банков стран.

¹ В России была установлена цель по инфляции до 4% к 2017 году. С середины 2017 года среднее отклонение инфляции от 4% составляет -0,7 процентного пункта.

ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ ПОСЛЕ ВВЕДЕНИЯ РЕЖИМА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ*

Рис. 4

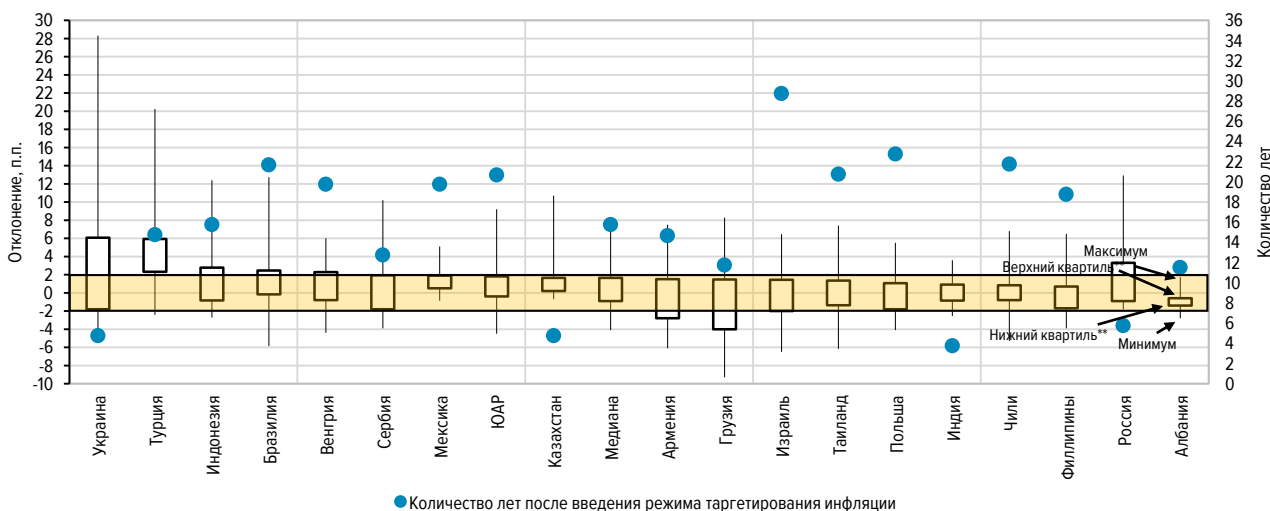


* Цветом выделен максимально допустимый установленный диапазон отклонений среди представленных стран (+/- 1 п.п.).

** Нижний квартиль – это значение, меньше которого или равно которому 25% выборки. Верхний квартиль – это значение, меньше которого или равно которому 75% выборки. Источники: МВФ, сайты центральных банков стран, расчеты Банка России.

ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ ПОСЛЕ ВВЕДЕНИЯ РЕЖИМА ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ В СФР*

Рис. 5



* Цветом выделен максимально допустимый установленный диапазон отклонений среди представленных стран (+/- 2 п.п.).

** Нижний квартиль – это значение, меньше которого или равно которому 25% выборки. Верхний квартиль – это значение, меньше которого или равно которому 75% выборки. Источники: МВФ, сайты центральных банков стран, расчеты Банка России.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ С РЕЖИМОМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ
(по состоянию на октябрь 2020 г.)

№	Страна	Год перехода к режиму таргетирования инфляции	Тип цели	Уровень цели*, %	Ширина целевого интервала, %	Средняя годовая инфляция с момента перехода**, %	Среднее отклонение инфляции от цели с момента перехода, %
Развитые страны							
Европа							
1	Великобритания	1992	Точка	2%		2,1	0,1
2	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,6	2,1
3	Норвегия	2001	Точка	2%		2,0	-0,4
4	Чехия	1997	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,6	-0,2
5	Швеция	1995	Точка	2%		1,2	-0,8
Азия							
1	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,5	-0,5
2	Япония	2013	Точка	2%		0,7	-1,3
Австралия и Океания							
1	Австралия	1993	Диапазон	2–3%	1	2,4	-0,1
2	Новая Зеландия	1990	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		2,1	0,5
Северная Америка							
1	Канада	1991	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1 п.п.		1,9	-0,3
Ближний Восток							
1	Израиль	1992	Диапазон	1–3%	2	3,7	-0,3
Страны с развивающимися рынками							
Европа							
1	Албания	2009	Точка	3%		2,1	-0,9
2	Венгрия	2001	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,0	0,6
3	Молдавия	2010	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 1,5 п.п.		5,4	0,1
4	Польша	1998	Точка с допустимыми границами отклонения	2,5% ± 1 п.п.		3,1	-0,4
5	Россия	2014	Точка	4%		6,2	-0,7
6	Румыния	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	2,5% ± 1 п.п.		4,1	0,7
7	Сербия	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1,5 п.п.		5,2	0,5
8	Турция	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 2 п.п.		9,7	4,5
9	Украина	2015	Точка с допустимыми границами отклонения	5% ± 1 п.п.		10,6	3,3

№	Страна	Год перехода к режиму таргетирования инфляции	Тип цели	Уровень цели*, %	Ширина целевого интервала, %	Средняя годовая инфляция с момента перехода**, %	Среднее отклонение инфляции от цели с момента перехода, %
Латинская Америка и страны Карибского бассейна							
1	Бразилия	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	2020 г.: 4.00% ± 1,5 п.п.		6,2	1,5
				2021 г.: 3.75% ± 1,5 п.п.			
				2022 г.: 3.50% ± 1,5 п.п.			
2	Гватемала	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 1 п.п.		5,0	0,3
3	Доминикана	2012	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 1 п.п.		2,6	-1,4
4	Колумбия	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,9	0,6
5	Коста-Рика	2018	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		1,5	-1,5
6	Мексика	2001	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		4,3	1,3
7	Парагвай	2011	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 2 п.п.		3,8	-0,5
8	Перу	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	2% ± 1%		2,6	0,5
9	Уругвай	2002	Диапазон	3–7%	4	7,7	2,5
10	Чили	1999	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		3,2	0,1
11	Ямайка	2018	Диапазон	4–6%	2	4,0	-1,0
Азия							
1	Индия	2016	Точка с допустимыми границами отклонения	4% ± 2 п.п.		5,9	0,3
2	Индонезия	2005	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		6,0	1,2
3	Таиланд	2000	Диапазон	1–3%	2	1,9	0,1
4	Филиппины	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	3% ± 1 п.п.		3,7	-0,3
Ближний Восток и Центральная Азия							
1	Армения	2006	Точка с допустимыми границами отклонения	4,0% ± 1,5 п.п.		3,5	-0,4
2	Грузия	2009	Точка	3%		3,7	-1,3
3	Казахстан	2015	Диапазон	4–6% на 2019–2021 гг.	2	8,1	2,0
Африка							
1	Гана	2002	Точка с допустимыми границами отклонения	8% ± 2 п.п.		12,9	4,8
2	Уганда	2011	Точка	5%		6,4	1,4
3	ЮАР	2000	Диапазон	3–6%	3	5,6	1,1

* По состоянию на 2020 г., 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.

Источники: МВФ, сайты центральных банков.

ПРИЛОЖЕНИЕ 7 ДЕНЕЖНАЯ ПРОГРАММА

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание инфляции вблизи 4%, а операционной целью – поддержание однодневных ставок овернайт 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)»

Росту денежной базы на прогнозном горизонте будет способствовать увеличение объема наличных денег в обращении. С середины марта 2020 года из-за введения ограничительных мер в связи с распространением пандемии как физические лица, так и предприятия начали предъявлять повышенный спрос на наличные деньги, что привело к значительному увеличению их объема. В базовом и проинфляционном сценариях ожидается, что по мере возвращения экономической деятельности в обычный режим спрос на наличные деньги постепенно возвратится к уровням до панде-

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

Табл. 1

	2020 (факт)	Базовый			
		2021	2022	2023	2024
1. Денежная база (узкое определение)	11,0	13,1	12,9	13,3	13,6
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	10,6	12,6	12,4	12,7	12,9
1.2. Обязательные резервы**	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7
2. Чистые международные резервы	33,8	32,8	33,0	33,2	34,4
– в млрд долл. США***	546	530	533	536	556
3. Чистые внутренние активы	-22,8	-19,8	-20,1	-19,9	-20,8
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-11,7	-10,1	-10,0	-10,1	-11,3
3.2. Чистый кредит банкам	-4,9	-3,5	-3,9	-3,6	-3,4
3.2.1. Валовой кредит банкам	0,7	1,0	0,5	0,5	0,5
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-2,6	-2,6	-2,9	-3,2	-3,5
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-3,0	-1,9	-1,5	-1,0	-0,5
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2

* 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.

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

Табл. 2

	2020 (факт)	Проинфляционный				Дезинфляционный				Рисковый			
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
1. Денежная база (узкое определение)	11,0	13,3	13,1	13,5	13,8	13,3	13,3	13,7	14,0	13,3	13,5	14,0	14,3
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	10,6	12,8	12,6	12,9	13,1	12,8	12,8	13,1	13,3	12,8	13,0	13,4	13,6
1.2. Обязательные резервы**	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,7
2. Чистые международные резервы	33,8	32,8	31,9	31,2	31,2	32,8	31,7	31,1	31,7	32,8	30,6	28,7	27,8
– в млрд долл. США***	546	530	515	504	504	530	513	503	512	530	494	464	449
3. Чистые внутренние активы	-22,8	-19,6	-18,8	-17,7	-17,4	-19,6	-18,4	-17,5	-17,7	-19,6	-17,1	-14,8	-13,5
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-11,7	-10,1	-8,9	-8,1	-8,0	-10,1	-8,8	-8,1	-8,5	-10,1	-7,6	-5,7	-4,7
3.2. Чистый кредит банкам	-4,9	-3,3	-3,7	-3,4	-3,2	-3,3	-3,5	-3,2	-3,0	-3,3	-3,3	-2,9	-2,7
3.2.1. Валовой кредит банкам	0,7	1,0	0,5	0,5	0,5	1,0	0,5	0,5	0,6	1,0	0,5	0,5	0,8
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	0,7	0,2	0,2	0,4
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-2,6	-2,6	-2,9	-3,2	-3,5	-2,6	-2,9	-3,1	-3,4	-2,6	-2,8	-3,0	-3,3
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-3,0	-1,7	-1,3	-0,8	-0,2	-1,7	-1,1	-0,6	-0,2	-1,7	-1,0	-0,4	-0,2
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2

* 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 ГК АСВ и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

мии. Соответственно, объем наличных денег в обращении станет сокращаться, но этот процесс будет смещен на 2021 год. В дезинфляционном и рисковом сценариях при возможном ухудшении эпидемиологической ситуации на прогнозном горизонте не ожидается возврата наличных денег в банки. В 2022–2023 годах динамика наличных денег постепенно приблизится к традиционной траектории, и их объем будет расти в соответствии с динамикой номинального ВВП. При этом значимое сдерживающее влияние на динамику данного показателя на прогнозном горизонте, как и ранее, будет оказывать расширение практики использования безналичных расчетов.

Величина обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, существенно не изменится. Некоторый 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 с иностранной валютой. Кроме того, предполагается, что в октябре-декабре 2020 года будут осуществлены продажи иностранной валюты в дополнение к стандартным операциям в рамках бюд-

жетного правила. Нетто-объем указанных дополнительных продаж иностранной валюты составит 185 млрд рублей, что соответствует взаимозачету объема продаж иностранной валюты, связанных со сделкой с пакетом акций ПАО Сбербанк, с объемами покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила, отложенных в 2018 году и марте-апреле 2020 года, а также с объемом осуществленных в марте-апреле упреждающих продаж иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Дополнительно с 26 октября 2020 года Банк России начал проводить продажу валюты на внутреннем рынке в целом в объеме 50 млрд рублей в рамках сделки с акциями ПАО «Аэрофлот».

Изменение международных резервов также будет связано с операциями Банка России по покупке монетарного золота.

С учетом различных предпосылок относительно цен на нефть в сценариях Банка России к концу 2023 года размер чистых международных резервов может составить 28–34 трлн рублей.

• **Графа 3 «Чистые внутренние активы»**

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству»

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает покупку иностранной валюты в рамках бюджетного правила, перечисление средств в результате покупки Правительством Российской Федерации акций ПАО Сбербанк, а также последующее перечисление в бюджет дохода Банка России от этой сделки и использование этих средств для финансирования расходов.

Графа 3.2 «Чистый кредит банкам»

Значение графы 3.2 «Чистый кредит банкам» в течение рассматриваемого периода останется отрицательным.

Снижение по графе 3.2.1 «Валовой кредит банкам» связано с операциями по переходу прав требований по субординированному кредиту ПАО Сбербанк от Банка России Правительству Российской Федерации. 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 2020 год используется допущение об увеличении требований в рамках лимита по кредитам для поддержки малого и среднего бизнеса. По мере завершения действия данной программы ожидается сопоставимое снижение задолженности по операциям предоставления ликвидности.

В январе-сентябре 2020 года среднее значение остатков средств на корсчетах кредитных организаций в Банке России составило 2,6 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 и пропорциональный увеличению денежной массы в национальном определении рост показателя в рассматриваемом периоде.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» в условиях профицита ликвидности является балансирующей в денежной программе. В результате изменений других статей денежной программы объем депозитов и размещения купонных облигаций Банка России к концу 2023 года может составить 0,2–0,5 трлн рублей. Реализация механизма бюджетного правила позволяет снизить чистое влия-

ние бюджетных операций на общий уровень ликвидности в банковском секторе. Однако отток средств за счет роста объема наличных денег в обращении 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.

ПРИЛОЖЕНИЕ 8 КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2021 ГОДУ

Дата	Событие
12 февраля 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным макроэкономическим прогнозом (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
20 февраля 2021 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
19 марта 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
23 апреля 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным макроэкономическим прогнозом (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
4 мая 2021 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
11 июня 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
23 июля 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным макроэкономическим прогнозом (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
2 августа 2021 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
10 сентября 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
22 октября 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным макроэкономическим прогнозом (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
1 ноября 2021 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
17 декабря 2021 года	Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке (предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
	Пресс-конференция Председателя Банка России (предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)

ПРИЛОЖЕНИЕ 9 МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ И БАНКОВСКАЯ СТАТИСТИКА

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

Табл. 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 ²	Прирост цен на платные услуги
2016								
Январь	9,8	10,7	9,2	10,2	2	10,9	11,4	9
Февраль	8,1	8,9	6,4	7,8	-2,7	9,5	9,9	8,5
Март	7,3	8	5,2	6,7	-5,1	8,8	9	8,2
Апрель	7,3	7,6	5,3	6,3	-1,6	8,5	8,7	8,4
Май	7,3	7,5	5,6	6,4	0	8,4	8,5	8,4
Июнь	7,5	7,5	6,2	6,5	4,1	8,5	8,6	7,9
Июль	7,2	7,4	6,5	6,7	4,2	8,4	8,7	6,5
Август	6,9	7	6,5	6,7	5,3	8,1	8,4	5,5
Сентябрь	6,4	6,7	5,9	6,4	1,9	7,5	7,9	5,6
Октябрь	6,1	6,4	5,7	6,1	1,5	7	7,4	5,4
Ноябрь	5,8	6,2	5,2	6	-1,5	6,7	7,1	5,3
Декабрь	5,4	6	4,6	6	-6,8	6,5	6,8	4,9
2017								
Январь	5	5,5	4,2	5,7	-7,6	6,3	6,4	4,4
Февраль	4,6	5	3,7	5,4	-9	5,7	5,7	4,3
Март	4,3	4,5	3,5	4,9	-7,6	5,1	5	4,2
Апрель	4,1	4,1	3,6	4,5	-3,1	4,7	4,6	4,1
Май	4,1	3,8	3,9	4	2	4,4	4,2	4
Июнь	4,4	3,5	4,8	3,8	11,6	4	3,8	4,1
Июль	3,9	3,3	3,8	3,4	6,9	3,7	3,5	4,1
Август	3,3	3	2,6	2,9	-0,8	3,4	3,2	4,1
Сентябрь	3	2,8	2	2,5	-2,4	3,1	2,8	4,2
Октябрь	2,7	2,5	1,6	2	-2,2	2,8	2,6	4,2
Ноябрь	2,5	2,3	1,1	1,4	-2,5	2,7	2,4	4,3
Декабрь	2,5	2,1	1,1	1	1,2	2,8	2,3	4,4
2018								
Январь	2,2	1,9	0,7	0,8	-0,1	2,6	2,1	3,9
Февраль	2,2	1,9	0,9	0,7	2,4	2,5	2,1	3,7
Март	2,4	1,8	1,3	0,6	6,4	2,4	2,1	3,9
Апрель	2,4	1,9	1,1	0,7	4,2	2,7	2,3	4
Май	2,4	2	0,4	0,8	-2,8	3,4	2,5	4
Июнь	2,3	2,3	-0,2	1,1	-9,8	3,7	2,7	4,1
Июль	2,5	2,4	0,5	1,4	-6,7	3,8	2,8	3,8
Август	3,1	2,6	1,9	1,7	3,3	3,8	2,9	3,7
Сентябрь	3,4	2,8	2,5	2,5	3,4	4	3,1	3,8
Октябрь	3,5	3,1	2,7	3,1	-0,5	4,1	3,2	4
Ноябрь	3,8	3,4	3,5	3,8	0,8	4,2	3,3	3,8
Декабрь	4,3	3,7	4,7	4,6	4,9	4,1	3,4	3,9
2019								
Январь	5	4,1	5,5	5,2	7,3	4,5	3,8	5
Февраль	5,2	4,4	5,9	5,5	9,1	4,6	4	5,1
Март	5,3	4,6	5,9	5,7	6,9	4,7	4,1	5,1
Апрель	5,2	4,6	5,9	5,8	6,1	4,5	4	5
Май	5,1	4,7	6,4	5,9	9,7	3,8	3,9	5,1
Июнь	4,7	4,6	5,5	5,6	4,2	3,5	3,8	4,9
Июль	4,6	4,5	5,5	5,5	5,4	3,6	3,8	4,5
Август	4,3	4,3	5,0	5,4	1,3	3,5	3,7	4,4
Сентябрь	4,0	4,0	4,6	4,9	1,8	3,3	3,5	4,0
Октябрь	3,8	3,7	4,2	4,3	3,4	3,2	3,4	3,8
Ноябрь	3,5	3,5	3,7	3,8	2,8	3,1	3,2	3,9
Декабрь	3,0	3,2	2,6	3,1	-2,1	3,0	3,1	3,8
2020								
Январь	2,4	2,7	2,0	2,6	-2,6	2,5	2,7	2,8
Февраль	2,3	2,4	1,8	2,3	-2,2	2,3	2,4	3,0
Март	2,5	2,6	2,2	2,7	-1,9	2,5	2,7	3,0
Апрель	3,1	2,9	3,5	3,4	4,0	2,8	3,0	2,9
Май	3,0	2,9	3,3	3,5	1,6	2,8	3,0	3,0
Июнь	3,2	2,9	3,9	3,6	6,0	3,0	3,2	2,5
Июль	3,4	3,0	4,2	3,7	7,6	3,1	3,3	2,5
Август	3,6	3,1	4,3	3,7	9,8	3,4	3,5	2,7
Сентябрь	3,7	3,3	4,4	3,8	9,8	3,8	4,0	2,5

¹ Без учета плодовоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

Табл. 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 ²	Прирост цен на платные услуги
2016								
Январь	0,7	0,7	0,4	0,4	-0,2	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,5	0,7	0,3	0,5	-1,5	0,8	0,9	0,5
Март	0,4	0,6	0,2	0,6	-3,1	0,8	0,8	0,3
Апрель	0,5	0,5	0,4	0,6	-0,9	0,6	0,6	0,4
Май	0,4	0,5	0,4	0,6	-1,5	0,5	0,5	0,4
Июнь	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,9	0,6	0,5	0,3
Июль	0,5	0,4	0,6	0,6	0,0	0,5	0,4	0,3
Август	0,5	0,4	0,7	0,5	2,5	0,4	0,4	0,4
Сентябрь	0,4	0,4	0,5	0,4	1,0	0,4	0,5	0,3
Октябрь	0,4	0,4	0,5	0,4	1,9	0,4	0,4	0,2
Ноябрь	0,3	0,4	0,3	0,4	-0,5	0,3	0,4	0,3
Декабрь	0,1	0,3	-0,1	0,4	-3,8	0,3	0,3	0,2
2017								
Январь	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,9	0,5	0,5	0,5
Февраль	0,1	0,2	-0,2	0,1	-3,0	0,2	0,2	0,4
Март	0,1	0,2	-0,1	0,1	-1,6	0,2	0,2	0,2
Апрель	0,3	0,2	0,5	0,2	3,6	0,2	0,1	0,3
Май	0,4	0,2	0,6	0,2	3,7	0,2	0,1	0,3
Июнь	0,7	0,2	1,3	0,3	8,6	0,2	0,1	0,4
Июль	0,0	0,2	-0,4	0,2	-4,1	0,2	0,2	0,2
Август	-0,1	0,2	-0,7	0,1	-5,0	0,1	0,1	0,5
Сентябрь	0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,5	0,1	0,1	0,3
Октябрь	0,2	0,2	0,1	-0,1	2,1	0,2	0,2	0,3
Ноябрь	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,2	0,4
Декабрь	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	0,2	0,3
2018								
Январь	0,1	0,1	-0,3	0,0	-2,1	0,3	0,3	0,2
Февраль	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,6	0,2	0,2	0,2
Март	0,3	0,1	0,3	0,0	2,2	0,1	0,2	0,4
Апрель	0,4	0,3	0,3	0,1	1,4	0,4	0,3	0,5
Май	0,4	0,3	0,0	0,3	-3,1	0,9	0,3	0,3
Июнь	0,6	0,4	0,7	0,6	1,0	0,5	0,3	0,5
Июль	0,2	0,4	0,3	0,4	-0,8	0,2	0,3	-0,1
Август	0,5	0,4	0,9	0,4	5,0	0,2	0,3	0,4
Сентябрь	0,4	0,4	0,5	0,6	-0,4	0,3	0,3	0,4
Октябрь	0,3	0,4	0,3	0,6	-1,7	0,3	0,3	0,4
Ноябрь	0,4	0,4	0,5	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3
Декабрь	0,6	0,4	1,0	0,8	3,8	0,3	0,3	0,4
2019								
Январь	0,7	0,5	0,5	0,6	0,2	0,7	0,7	1,2
Февраль	0,3	0,4	0,4	0,3	1,0	0,3	0,3	0,4
Март	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Апрель	0,3	0,3	0,3	0,2	0,7	0,2	0,2	0,4
Май	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3
Июнь	0,1	0,3	-0,2	0,3	-4,0	0,3	0,2	0,4
Июль	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,5
Август	0,2	0,2	0,3	0,3	0,7	0,2	0,2	0,3
Сентябрь	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Октябрь	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,3
Ноябрь	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,4
Декабрь	0,1	0,1	0,0	0,2	-1,1	0,2	0,2	0,2
2020								
Январь	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,3	0,3	0,3
Февраль	0,2	0,1	0,2	0,0	1,3	0,1	0,1	0,5
Март	0,5	0,5	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	0,3
Апрель	0,8	0,5	1,6	0,9	6,8	0,5	0,5	0,3
Май	0,3	0,4	0,2	0,5	-2,0	0,3	0,3	0,4
Июнь	0,3	0,4	0,4	0,5	0,2	0,4	0,4	-0,1
Июль	0,2	0,4	0,5	0,4	1,7	0,4	0,3	-0,4
Август	0,0	0,3	-0,8	0,3	-8,3	0,4	0,4	0,4
Сентябрь	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,0

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Табл. 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											
Январь		6,1	6,6	1,3	7,8	8,2	-2,0	2,8		1,0	5,6
Февраль		0,4	1,6	0,9	-4,5	3,8	-2,8	-5,1		0,8	5,6
Март	1,3	3,4	3,6	1,9	2,2	6,5	0,0	2,0	0,1	3,1	5,4
Апрель		3,8	4,3	1,5	0,8	7,0	0,3	1,2		3,8	5,3
Май		6,2	6,3	1,0	3,7	9,7	1,1	6,1		2,7	5,2
Июнь	2,3	5,6	5,5	-0,6	2,1	9,1	1,4	8,7	-0,7	3,8	5,1
Июль		4,0	4,6	-2,0	-1,5	6,1	2,6	6,3		3,0	5,1
Август		5,2	5,1	5,9	4,0	7,8	0,4	5,0		2,3	4,9
Сентябрь	2,6	5,5	4,0	9,3	5,2	3,0	3,1	4,2	-1,0	4,3	5,0
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	5,1
Декабрь	1,0	0,0	0,3	3,9	-9,0	0,3	3,3	5,2	-0,2	6,2	5,1
2018											
Январь		4,4	2,7	2,6	15,2	1,3	3,0	4,4		11,0	5,2
Февраль		4,3	3,2	2,7	10,8	2,2	2,1	5,0		10,5	5,0
Март	2,2	2,9	2,7	2,8	-2,5	4,4	3,0	4,9	1,0	8,7	5,0
Апрель		4,8	3,2	2,6	10,2	4,9	3,2	8,3		7,6	4,9
Май		4,8	3,5	2,5	8,5	3,0	2,9	8,7		7,6	4,7
Июнь	2,6	2,4	2,1	1,3	3,9	2,0	3,4	3,2	0,2	7,2	4,7
Июль		4,0	3,5	2,1	9,3	4,1	2,8	3,5		7,5	4,7
Август		1,9	2,8	-10,3	3,5	2,4	3,0	4,7		6,8	4,6
Сентябрь	2,5	1,3	2,3	-4,2	3,9	1,7	2,3	3,8	0,0	4,9	4,5
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	4,8
Декабрь	2,8	5,5	6,4	0,5	9,2	3,1	2,7	1,2	-0,8	2,9	4,8
2019											
Январь		0,3	2,6	0,6	0,0	2,4	2,2	-8,1		1,1	4,9
Февраль		1,8	4,1	0,9	0,1	1,8	2,3	-5,8		0,0	4,9
Март	0,4	0,5	2,7	1,3	0,3	2,5	2,4	-5,7	-1,7	2,3	4,7
Апрель		2,6	5,1	1,3	0,0	2,6	2,0	-1,6		3,1	4,7
Май		-0,8	0,9	0,9	0,3	1,0	1,9	-6,1		1,6	4,5
Июнь	1,1	1,3	3,1	1,0	0,1	0,5	1,8	-1,8	1,0	2,9	4,4
Июль		2,9	4,3	6,1	0,2	-0,9	1,5	6,1		3,0	4,5
Август		2,5	3,8	3,2	0,2	-0,3	1,1	3,5		2,4	4,3
Сентябрь	1,5	3,9	4,9	5,4	1,0	0,5	0,9	6,1	2,9	3,1	4,5
Октябрь		4,0	4,3	5,0	1,1	0,2	1,9	10,1		3,8	4,6
Ноябрь		1,8	1,4	5,7	0,3	-1,2	2,6	8,6		2,7	4,6
Декабрь	2,1	2,1	2,7	5,6	0,4	-1,3	1,8	6,7	1,8	6,9	4,6
2020											
Январь		1,7	1,5	2,9	1,0	-4,0	2,7	6,5		6,5	4,5
Февраль		3,5	4,8	3,1	2,3	-0,5	4,7	6,1		5,7	4,5
Март	1,6	0,6	2,4	3,0	0,1	-6,7	5,7	6,0	0,7	5,9	4,6
Апрель		-10,0	-4,5	3,1	-2,3	-6,0	-22,6	-12,5		-2,0	5,7
Май		-10,6	-7,9	3,2	-3,1	-9,4	-18,6	-10,7		1,0	6,1
Июнь	-8,0	-8,1	-7,1	3,0	-0,1	-9,6	-7,1	-1,0	-8,4	0,6	6,3
Июль		-5,7	-5,9	4,2	-0,2	-8,3	-1,9	1,5		2,9	6,4
Август		-5,2	-4,2	4,1	-0,6	-4,9	-2,7	-2,1		0,1	6,6
Сентябрь			-5,0	1,4	-0,1	-3,4	-3,0		-4,8		6,5

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. 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									
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									
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									
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									
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	6,18	6,91	7,27
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	4,81	5,24	5,86
Июнь	6,89	7,13	13,95	11,39	4,00	4,74	4,30	5,12	5,80
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

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

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ¹

Табл. 5

(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)

	Денежная масса (M2)	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										
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										
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										
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										
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

¹ Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» и раздел «Статистика» 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. 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										
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										
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										
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										
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

¹ Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» и раздел «Статистика» 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. 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											
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											
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											
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	6,9	30,4	20,5
2019											
I квартал	33,5	47,0	102,6	55,7	-6,0	13,8	19,8	-7,5			
II квартал	9,9	39,4	101,4	62,0	-9,0	15,8	24,7	-20,5			
III квартал	10,7	37,9	103,3	65,4	-11,5	17,0	28,5	-15,7			
IV квартал	11,2	41,0	112,5	71,6	-9,7	16,2	26,0	-20,0			
Год	65,3	165,3	419,9	254,6	-36,2	62,8	99,0	-63,7	3,8	28,4	20,8
2020											
I квартал	22,1	32,4	88,6	56,2	-6,8	13,5	20,3	-3,5			
II квартал	-0,5	15,3	69,3	54,0	-2,3	9,8	12,1	-13,5			
III квартал ¹	2,5	17,0	76,9	59,9	-3,1	10,7	13,8	-11,4			

¹ Оценка.

Источники: Банк России, Росстат.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: ФИНАНСОВЫЙ СЧЕТ¹

Табл. 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
2016										
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										
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										
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										
I квартал	12,3	-9,3	21,6	-3,2	5,7	9,2	14,9	-2,6	18,6	
II квартал	-5,2	-6,2	1,0	-6,7	13,0	6,6	0,8	1,7	16,6	
III квартал	-7,2	-3,6	-3,6	-7,9	5,5	-5,8	-0,2	-1,9	15,9	
IV квартал	-3,8	-3,8	0,0	-2,1	1,0	-12,0	10,9	0,8	15,4	
Год	-3,9	-22,9	19,0	-19,8	25,2	-2,1	26,5	-2,0	66,5	1,3
2020										
I квартал	17,3	0,4	16,8	-6,8	-5,9	2,5	1,6	0,2	5,0	
II квартал	13,8	1,4	12,4	-9,2	6,5	-2,0	11,7	1,6	-12,9	
III квартал ²	3,2	-3,2	6,3	-3,6	-11,9	-8,7	-0,5	-1,5	-2,3	

¹ В знаках РПБб.² Оценка.

Источники: Банк России, Росстат.

КЛЮЧЕВЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ СТРАН ГРУППЫ 20
(по состоянию на 22.10.2020)

Табл. 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 2020 г., % ВВП ⁵
Австралия	-6,3	-0,3	0,25	4,80	-9,7
Аргентина	-19,1	31,7	37,00	22,67	-
Бразилия	-11,4	3,1	2,00	29,50	-9,4
Великобритания	-21,7	0,5	0,10	0,50	-8,3
Германия	-11,3	-0,2	-0,50	1,95	-5,5
Индия	-23,9	7,3	4,00	9,05	-7,4
Индонезия	-5,3	1,4	4,00	9,54	-5,0
Италия	-17,7	-0,6	-0,50	2,14	-8,3
Канада	-12,7	0,5	0,25	2,70	-11,8
Китай	4,9	1,7	3,85	4,35	-11,2
Мексика	-18,7	4,0	4,25	6,63	-4,2
Россия	-8,0	3,7	4,25	7,28	-4,8
Саудовская Аравия	-7,0	5,7	1,00	-	-12,6
США	-1,0	1,4	0,25	3,25	-15,4
Турция	-9,9	11,8	10,25	9,75	-7,5
Франция	-18,9	0,0	-0,50	1,18	-9,2
Южная Корея	-17,1	1,0	0,50	2,82	-1,8
ЮАР	-2,7	3,1	3,50	7,25	-13,3
Япония	-9,9	0,0	-0,1	0,99	-7,1
ЕС	-11,7	0,3	-	-	-7,2

¹ ВВП – данные приведены: за II квартал 2020 года для Австралии, Бразилии, Индии, Великобритании, Германии, Индонезии, Италии, Мексики, России, США, Турции, Франции, ЮАР, Южной Кореи, Японии, ЕС, Аргентины, Саудовской Аравии; за III квартал 2020 года для Китая.

² Инфляция – данные приведены: за сентябрь для Бразилии, Германии, Индии, Индонезии, Италии, Китая, Мексики, России, США, Турции, Франции, Кореи, ЕС, Аргентины, Японии, Великобритании, Канады, Саудовской Аравии; за август для ЮАР; за II квартал 2020 года для Австралии.

³ Ключевая ставка: для Германии, Франции, Италии приведена депозитная ставка ЕЦБ (-0,5) %, для Японии – депозитная ставка (-0,1) %.

⁴ Ставка по кредитам нефинансовому сектору: по данным IFS (International Financial Statistics) IMF, CEIC.

⁵ Профицит, дефицит бюджета в 2020 году – оценка МВФ World Economic Outlook April 2020.

Источники: национальные центральные банки и статистические ведомства, ЕЦБ, Евростат, МВФ, CEIC, Bloomberg.

ПРИЛОЖЕНИЕ 10

СТАТИСТИКА ПРИМЕНЕНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ (%)

Табл. 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](#) на официальном сайте Банка России.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ИНСТРУМЕНТАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
(% годовых) Табл. 2

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Ставки в спредах к ключевой ставке, п.п.	На 01.01.2020	10.02.2020	27.04.2020	22.06.2020	С 27.07.2020
Предоставление ликвидности	Операции постоянного 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
			От 2 до 549 дней ²							
	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
			1 год ²							
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы репо	1 месяц	Еженедельно ⁴	+0,10	-	-	5,60	4,60	4,35
			1 неделя							
	Операции постоянного действия	Аукционы «валютный своп» ¹	От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁵		6,25 (ключевая ставка)	6,00 (ключевая ставка)	5,50 (ключевая ставка)	4,50 (ключевая ставка)	4,25 (ключевая ставка)
			От 1 до 2 дней							
Операции постоянного действия	Депозитные аукционы	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ⁴						
			1 неделя							
Операции постоянного действия	Депозитные операции	Депозитные операции	1 день	Ежедневно	-1,00	5,25	5,00	4,50	3,50	4,00

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 проводятся 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. 3

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ

(млрд рублей)

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
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			12,6	0,0	0,0	0,0
		Операции репо			0,0	16,7	0,0	0,3
Предоставление ликвидности	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно ¹	5,1	5,1	5,1	5,1
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца		0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	1 год		-	-	5,3	5,3
			1 неделя		-	-	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней		0,0	854,4	0,0	0,0
			От 1 до 2 дней		0,0	0,0	0,0	0,0
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Аукционы «валютный своп»	От 1 до 6 дней	Нерегулярно ³	696,6	1 673,5	773,4	999,2
		Депозитные аукционы	1 неделя		1 956,3	1 544,2	708,2	818,5
		Аукционы по размещению КОБР	До 3 месяцев		329,7	160,5	151,3	149,1
		Депозитные операции	1 день					

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, последующее 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.

ПРИЛОЖЕНИЕ 11 ГРАФИК ПРОВЕДЕНИЯ АУКЦИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ НА СРОК 1 НЕДЕЛЯ В 2021 ГОДУ

В ситуации структурного профицита ликвидности Банк России планирует проводить аукционы на срок 1 неделя в форме депозитных аукционов. В случае проведения аукциона репо на срок 1 неделя вместо депозитного аукциона соответствующая информация будет опубликована на сайте Банка России в рабочий день, предшествующий его проведению.

Дата проведения аукциона	Дата размещения средств кредитными организациями	Дата возврата средств и уплаты процентов Банком России
12.01.2021	13.01.2021	20.01.2021
19.01.2021	20.01.2021	27.01.2021
26.01.2021	27.01.2021	03.02.2021
02.02.2021	03.02.2021	10.02.2021
09.02.2021	10.02.2021	17.02.2021
16.02.2021	17.02.2021	24.02.2021
24.02.2021	24.02.2021	03.03.2021
02.03.2021	03.03.2021	10.03.2021
09.03.2021	10.03.2021	17.03.2021
16.03.2021	17.03.2021	24.03.2021
23.03.2021	24.03.2021	31.03.2021
30.03.2021	31.03.2021	07.04.2021
06.04.2021	07.04.2021	14.04.2021
13.04.2021	14.04.2021	21.04.2021
20.04.2021	21.04.2021	28.04.2021
27.04.2021	28.04.2021	05.05.2021
04.05.2021	05.05.2021	12.05.2021
11.05.2021	12.05.2021	19.05.2021
18.05.2021	19.05.2021	26.05.2021
25.05.2021	26.05.2021	02.06.2021
01.06.2021	02.06.2021	09.06.2021
08.06.2021	09.06.2021	16.06.2021
15.06.2021	16.06.2021	23.06.2021
22.06.2021	23.06.2021	30.06.2021
29.06.2021	30.06.2021	07.07.2021
06.07.2021	07.07.2021	14.07.2021
13.07.2021	14.07.2021	21.07.2021
20.07.2021	21.07.2021	28.07.2021
27.07.2021	28.07.2021	04.08.2021
03.08.2021	04.08.2021	11.08.2021
10.08.2021	11.08.2021	18.08.2021
17.08.2021	18.08.2021	25.08.2021
24.08.2021	25.08.2021	01.09.2021
31.08.2021	01.09.2021	08.09.2021

Дата проведения аукциона	Дата размещения средств кредитными организациями	Дата возврата средств и уплаты процентов Банком России
07.09.2021	08.09.2021	15.09.2021
14.09.2021	15.09.2021	22.09.2021
21.09.2021	22.09.2021	29.09.2021
28.09.2021	29.09.2021	06.10.2021
05.10.2021	06.10.2021	13.10.2021
12.10.2021	13.10.2021	20.10.2021
19.10.2021	20.10.2021	27.10.2021
26.10.2021	27.10.2021	03.11.2021
02.11.2021	03.11.2021	10.11.2021
09.11.2021	10.11.2021	17.11.2021
16.11.2021	17.11.2021	24.11.2021
23.11.2021	24.11.2021	01.12.2021
30.11.2021	01.12.2021	08.12.2021
07.12.2021	08.12.2021	15.12.2021
14.12.2021	15.12.2021	22.12.2021
21.12.2021	22.12.2021	29.12.2021

ПРИЛОЖЕНИЕ 12

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2021 ГОДУ

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
13.01.2021 – 09.02.2021	28	декабрь 2020 г.	22.01.2021 – 26.01.2021
10.02.2021 – 09.03.2021	28	январь 2021 г.	12.02.2021 – 16.02.2021
10.03.2021 – 06.04.2021	28	февраль 2021 г.	15.03.2021 – 17.03.2021
07.04.2021 – 11.05.2021	35	март 2021 г.	14.04.2021 – 16.04.2021
12.05.2021 – 08.06.2021	28	апрель 2021 г.	18.05.2021 – 20.05.2021
09.06.2021 – 06.07.2021	28	май 2021 г.	15.06.2021 – 17.06.2021
07.07.2021 – 10.08.2021	35	июнь 2021 г.	14.07.2021 – 16.07.2021
11.08.2021 – 07.09.2021	28	июль 2021 г.	13.08.2021 – 17.08.2021
08.09.2021 – 12.10.2021	35	август 2021 г.	14.09.2021 – 16.09.2021
13.10.2021 – 09.11.2021	28	сентябрь 2021 г.	14.10.2021 – 18.10.2021
10.11.2021 – 07.12.2021	28	октябрь 2021 г.	16.11.2021 – 18.11.2021
08.12.2021 – 11.01.2022	35	ноябрь 2021 г.	14.12.2021 – 16.12.2021

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).

Валютизация банковских депозитов (кредитов)

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

Денежная база

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

Денежная масса

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат M2)

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных депозитов и иных привлеченных на срок средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

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.

Индексы MSCI

Группа индексов, рассчитываемых Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются индексы по отдельным странам (в том числе России), глобальные индексы (по различным регионам, по развитым странам и странам с формирующимися рынками) и «мировой» индекс.

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 статью «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

Такой уровень ключевой ставки, при котором денежно-кредитная политика не способствует ни снижению, ни ускорению 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.

Операции абсорбирования

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

Операции рефинансирования

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

Платежный баланс Российской Федерации

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

Режим плавающего валютного курса

Режим валютного курса, при котором центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

Ставка RUONIA (Ruble OverNight Index Average)

Индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка. Отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском. Расчет ставки RUONIA осуществляется Банком России по методике, разработанной Национальной финансовой ассоциацией совместно с Банком России, на основании информации о депозитных сделках банков-участников между собой. Список банков – участников RUONIA формируется Национальной финансовой ассоциацией и согласовывается с Банком России.

Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора

Структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

Таргетирование инфляции

Стратегия денежно-кредитной политики со следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, цель по инфляции четко обозначена и объявлена, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза, при этом центральный банк стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

Трансмиссионный механизм

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

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
- НДС – налог на добавленную стоимость
- 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
- 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
- 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
 - RUONIA – Ruble OverNight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка)
 - SA – оценка с поправкой на сезонность
 - SAAR – аннуализированный прирост с поправкой на сезонность
 - ЗММА – скользящая средняя за три месяца



