



Банк России

ПРОЕКТ  
от 06.09.2019

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ**  
единой государственной  
денежно-кредитной политики  
на 2020 год и период 2021 и 2022 годов

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 06.09.2019.

Документ подготовлен по статистическим данным на 05.09.2019.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 30.08.2019.

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

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

# СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
1. ЦЕЛИ, ПРИНЦИПЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ.....	5
2. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2020–2022 ГОДАХ.....	29
2.1. Базовый сценарий и факторы неопределенности прогноза.....	32
2.2. Сценарий с высокими ценами на нефть.....	42
2.3. Рисковый сценарий.....	46
3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ 2018 ГОДА И В 2019 ГОДУ.....	54
3.1. Решения по ключевой ставке Банка России.....	54
3.2. Макроэкономические условия.....	58
4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2019 ГОДУ И 2020–2022 ГОДАХ.....	82
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	89
Приложение 1 Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Банка России.....	89
Приложение 2 Восприятие инфляции населением и бизнесом: результаты опросов.....	110
Приложение 3 Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления.....	113
Приложение 4 Денежная программа.....	122
Приложение 5 График заседаний Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики и сопутствующих мероприятий в 2020 году.....	125
Приложение 6 График проведения аукционных операций Банка России на срок 1 неделя в 2020 году.....	126
Приложение 7 График периодов усреднения обязательных резервов в 2020 году.....	127
Приложение 8 Макроэкономическая и банковская статистика.....	128
Приложение 9 Статистика применения операций денежно-кредитной политики.....	136
ГЛОССАРИЙ.....	139
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	143

## Перечень врезок

1. Нейтральная процентная ставка .....	20
2. Денежно-кредитная политика и политика по поддержанию финансовой стабильности: поиск баланса.....	23
3. Об инвестировании средств Фонда национального благосостояния.....	51
4. Влияние немонетарных факторов на инфляцию.....	78
5. Оптимизация процедуры проведения операций Банка России .....	87
6. Целевая схема по обязательным резервным требованиям.....	88
7. Состояние ликвидности банковского сектора и возможности кредитования экономики .....	104
8. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям .....	105
9. Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов).....	107
10. Об оценке эффекта переноса обменного курса в инфляцию .....	107

## ВВЕДЕНИЕ

*Денежно-кредитная политика Банка России нацелена на поддержание ценовой стабильности в российской экономике. Сохранение низкой и стабильной инфляции является важным условием обеспечения благополучия населения, благоприятных условий для развития бизнеса, повышения доступности долгосрочных финансовых ресурсов и доверия к национальной валюте.*

*Установление количественной цели по инфляции вблизи 4% и устойчивое закрепление инфляции на стабильно низком уровне значительно повышают определенность экономических условий для всех участников экономических отношений и облегчают финансовое и инвестиционное планирование, принятие решений относительно сбережений и заимствований.*

*В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов, которые являются стратегическим документом, Банк России разъясняет цели, основные принципы и подходы к проведению денежно-кредитной политики, а также представляет сценарии макроэкономического прогноза на среднесрочную перспективу.*

*Наряду с неизменностью целей и принципов, преемственностью подходов, ключевое значение для доверия населения и бизнеса к проводимой денежно-кредитной политике и цели по инфляции вблизи 4% имеют последовательные и своевременные меры Банка России, направленные на ее достижение.*

*Инфляция уже достигла исторически минимальных значений за новейшую российскую историю, но при этом инфляционные ожидания участников экономических отношений все еще сохраняются на повышенном уровне и только формируется доверие к цели и мерам денежно-кредитной политики. Лишь при устойчивом сохранении инфляции вблизи 4% она может стать надежным долгосрочным ориентиром.*

*В этих условиях важную роль сыграли упреждающие решения Банка России о повышении ключевой ставки в ответ на действие целого ряда проинфляционных факторов в 2018 году. Это позволило ограничить их влияние на инфляцию, после кратковременного роста – обеспечить устойчивое замедление роста потребительских цен и уже в середине текущего года перейти к снижению ключевой ставки. Годовая инфляция приблизилась к 4% к осени 2019 г. и, по прогнозу Банка России, в дальнейшем будет находиться вблизи 4%. Банк России будет принимать все необходимые меры для закрепления годовой инфляции на цели. Наряду с решениями по ключевой ставке, одним из важнейших инструментов денежно-кредитной политики является коммуникационная политика Банка России, которая значимо влияет как на формирование процентных ставок на финансовом рынке, так и на инфляционные ожидания.*

*При этом Банк России придает особое значение факторам, которые будут оказывать существенное влияние на развитие российской экономики и динамику инфляции на прогнозном горизонте. В числе внешних факторов – перспективы роста*

*мировой экономики, которые существенно ухудшились на фоне усиления торговых противоречий и действия иных геополитических факторов в 2019 году. Среди внутренних факторов – подходы к проведению бюджетной политики, в том числе к использованию ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх 7% ВВП. При этом темпы и структура экономического роста на трехлетнем горизонте, а также характер влияния экономической динамики на инфляцию будут в значительной мере зависеть от хода реализации национальных проектов и эффектов других структурных мер. Эти внутренние и внешние факторы учтены Банком России как при расчете базового сценария прогноза, оценке рисков для него, так и при подготовке дополнительных сценариев.*

*При формировании взгляда на среднесрочную перспективу Банк России также учитывает, что экономическому развитию и повышению действенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики будут способствовать меры Банка России по развитию финансового рынка, повышению доступности финансовых ресурсов, инструментов и услуг, поддержанию устойчивости финансового сектора в целом.*

*При этом в последующие годы устойчивое повышение темпов роста российской экономики, основанное на внутренних источниках развития, возможно только при координации действий всех органов власти, объединении усилий частного и государственного секторов на всех уровнях, а также улучшении делового климата, неотъемлемым элементом которого является ценовая стабильность.*

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

### ВКЛАД ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ

Основной целью денежно-кредитной политики является поддержание ценовой стабильности, то есть стабильно низкой инфляции. При низкой инфляции обеспечивается устойчивость покупательной способности национальной валюты. Ценовая стабильность – важный элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса.

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 семьи 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 дифференциации доходов и усиливает социальное неравенство. Поэтому низкая инфляция – одна из важных

предпосылок для обеспечения социальной стабильности<sup>1</sup>.

**Низкая и устойчивая инфляция благоприятна и для ведения бизнеса. Она способствует повышению доступности заемного финансирования для компаний.** Высокая инфляция и/или значительная волатильность цен являются источником рисков для участников экономических отношений, в том числе для банков. В случае увеличения инфляции стоимость банковских пассивов растет быстрее, чем доходность банковских активов. В этих условиях банки вынуждены увеличивать стоимость или сокращать сроки кредитования, чтобы снизить риски<sup>2</sup>. Низкая и стабильная инфляция, напротив, способствует снижению инфляционной премии, закладываемой банками в процентные ставки, и повышению предложения ими долгосрочных кредитов. Таким образом, формируются благоприятные условия заимствования для компаний. Не только российские банки, но и внутренние инвесторы – физические лица и компании, а также иностранные инвесторы с большей готовностью предоставляют заемные средства в странах с предсказуемой экономической средой, неотъемлемым элементом которой – стабильно низкая инфляция.

**При ценовой стабильности компаниям также проще осуществлять финан-**

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Вследствие высокой и волатильной инфляции в начале 2000-х гг. доля краткосрочных кредитов (на срок до 1 года) в корпоративном кредитном портфеле банков превышала 50%. В настоящее время она не превышает 20%.

**совое и инвестиционное планирование.** Стабильно низкая инфляция вносит вклад в формирование условий для роста инвестиций и, как следствие, для устойчивого и сбалансированного роста экономики. Таким образом, денежно-кредитная политика вносит вклад в решение общей задачи экономической политики на текущем этапе – в ускорение темпов экономического роста на основе увеличения инвестиций.

**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, снижает влияние изменения внешних условий на экономику.**

Опросы населения и компаний также указывают на важность низкой и стабильной инфляции как условия 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.

**Денежно-кредитная политика создает важные условия для 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 производительности труда и капитала, а также скорость внедрения 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 воздействует на отклонения темпа роста экономики от потенциального, но не на сам экономический потенциал.

С учетом этого попытки стимулировать экономический рост в России мерами денежно-кредитной политики в текущих условиях через необоснованное снижение ключевой ставки приведут к масштабным негативным последствиям. В краткосрочном периоде необоснованное снижение ключевой ставки создаст стимулы для ускоренного роста кредитования и повышения инвестиционного и потребительского спроса. Вместе с тем данный рост будет иметь инфляционные последствия, так как он будет опережать возможности расширения производства. Это связано с тем, что значительно увеличить производство за счет имеющихся мощностей в настоящее время невозможно, поскольку экономика функционирует на уровне, близком к потенциальному. Столкнувшись с увеличением спроса, компании будут конкурировать за трудовые ресурсы, повышая заработную плату, что также будет способствовать расширению потребительского спроса. При этом для увеличения основных фондов во многих отраслях за счет реализации инвестиционных проектов потребуется время. В результате увеличение внутреннего спроса при отсутствии внутренних возможностей для его удовлетворения приведет к существенному ускорению инфляции по двум каналам. Во-первых, в условиях повышения спроса (за счет зарплат и кредитов) при недостатке предложения отечественных товаров цены на них возрастут. Во-вторых, увеличится спрос на импортные товары из-за отсутствия достаточного количества отечественных, что приведет к ослаблению рубля и росту инфляции. Высокая инфляция будет обесценивать доходы, вносить суще-



ственную неопределенность, затрудняя бизнес-планирование. В условиях роста инфляции вкладчики не захотят размещать средства по низким ставкам, и банки будут вынуждены их повысить. Для того чтобы окупить потери от роста затрат на привлечение депозитов, банки будут повышать кредитные ставки, что ограничит дальнейшие инвестиции и негативно скажется на росте экономики. Таким образом, попытки необоснованного смягчения денежно-кредитной политики не обеспечат устойчивого ускорения экономического роста и при этом приведут к повышению инфляции.

## 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. Формулировка «вблизи 4%» отражает допустимость небольших колебаний инфляции вокруг цели. Данные колебания носят естественный характер, учитывая, что цены формируются под влиянием множества факторов и в экономике действует сложная цепочка взаимосвязей. При этом денежно-кредитная политика воздействует на динамику цен не напрямую, а опосредованно и в течение определенного времени, поэтому ее мерами невозможно

обеспечить достижение цели с абсолютной точностью.

Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Темп прироста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Росстатом по России. На рынках разных товаров и услуг в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике темпов роста цен около 4% из-за действия специфических локальных факторов.

Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% постоянно. В случае отклонения инфляции от цели Банк России будет оценивать его причины и продолжительность и исходя из этого принимать решения об использовании мер денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к цели. Скорость возвращения инфляции к цели будет выбираться с учетом масштаба отклонения и влияния решений по ключевой ставке на экономическую активность. Кроме того, при таком выборе Банк России в случае реализации рисков для финансовой стабильности будет учитывать устойчивость организаций финансового сектора и финансовую стабильность.

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 центрально-

го банка по независимому управлению процентными ставками и может снижать действенность денежно-кредитной политики.

Плавающий курс действует как «встроенный стабилизатор», позволяя экономике подстроиться под изменение внешних условий и сглаживая их влияние<sup>3</sup>. 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 в случае возникновения угрозы для финансовой стабильности, а также для пополнения (использования) международных резервов в связи с применением Минфином России бюджетного правила.

### 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**. Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – восемь раз в год в соответствии с заранее утвержденным и опубликованным графиком (см. Приложение 5 «График заседаний Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики и сопутствующих мероприятий в 2020 году»). Изменяя ключевую ставку, Банк России воздействует на динамику процентных ставок в экономике, которая в свою очередь влияет на внутренний спрос и инфляцию. Для того чтобы уро-

вень ключевой ставки транслировался на финансовый рынок, необходимо, чтобы однодневные ставки денежного рынка формировались вблизи ключевой ставки. Это достигается благодаря операционной процедуре Банка России, в рамках которой центральный банк на регулярной основе проводит операции с коммерческими банками по ставке, близкой к ключевой (подробнее см. раздел 4).

В состоянии долгосрочного равновесия в экономике, то есть когда инфляция и инфляционные ожидания сохраняются вблизи цели и экономика растет темпом, близким к потенциальному, денежно-кредитная политика не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на экономику, то есть она должна быть нейтральной. Равновесному состоянию экономики соответствует нейтральный уровень ключевой ставки (см. врезку «Нейтральная процентная ставка»). Он определяется множеством факторов, и есть различные способы его оценки. В зависимости от положения ключевой ставки относительно нейтрального уровня, ее влияния на экономическую активность и динамику цен выделяют стимулирующую, сдерживающую или нейтральную денежно-кредитную политику.

Стимулирующая денежно-кредитная политика применяется при устойчивом отклонении инфляции вниз от цели или наличии рисков устойчивого отклонения без принятия мер денежно-кредитной политики. Она предполагает сохранение ключевой ставки ниже нейтрального уровня, что способствует повышению инфляции до цели.

Сдерживающая денежно-кредитная политика, напротив, применяется при устойчивом отклонении инфляции вверх от цели или формировании рисков такого отклонения без принятия мер денежно-кредитной политики. Она предпола-

<sup>3</sup> 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.

гает поддержание ключевой ставки выше нейтрального уровня, что способствует замедлению инфляции до цели.

**Решение по ключевой ставке обязательно 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. При этом сигнал о будущих намерениях может использоваться Банком России как для информирования общественности о своем взгляде на перспективы денежно-кредитной политики, так и для корректировки ожиданий участников финансового рынка. Это необходимо в том случае, если рыночные ожидания по процентным ставкам существенно отклоняются от оценки центральным банком их возможного дальнейшего изменения.

**Разъяснение Банком России принятых решений и будущих намерений 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 изменения инфляционных ожиданий в том числе зависит и премия за риск,

которая закладывается в процентные ставки. Привязка инфляционных ожиданий как населения, так и бизнеса к цели по инфляции, имеет большое значения 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 «Информационная открытость»).

#### **Принятие решений по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза с учетом анализа широкого круга информации**

Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза. Денежно-кредитная политика влияет на динамику цен не сразу, а со временем, через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм. Основным каналом этого воздействия являются процентные ставки. Изменение ключевой ставки Банка России воздействует

на рыночные процентные ставки, от которых, в свою очередь, зависит сберегательная и кредитная активность. 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. 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 оценки влияния решения по ключевой ставке на экономику и инфляцию необходим макроэкономический прогноз. Для разработки прогноза Банк России использует современные макроэкономические модели.

В рамках подготовки макроэкономического прогноза Банк России оценивает продолжительность действия факторов, влияющих на экономику и динамику цен, и устойчивость сформировавшихся экономических тенденций. Учитывая длительный характер влияния мер денежно-кредитной политики на экономику, **Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций в экономике и факторов длительного действия.** Банк России изменяет ключевую ставку, если текущие тенденции указывают на продолжительное отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте или имеются факторы длительного действия, которые с высокой вероятностью приведут к такому продолжительному отклонению. В том случае если, несмотря на текущее отклонение инфляции от цели, ожидается ее возвращение к целевому уровню на краткосрочном гори-

зонте, Банк России не применяет меры денежно-кредитной политики. Если Банк России примет меры в ответ на такое краткосрочное отклонение, то они продолжат оказывать влияние на динамику цен после возвращения инфляции к цели и 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 окажут влияние на инфляционные ожидания. Динамика инфляции в значительной степени определяется инфляционными ожиданиями, поскольку исходя из них экономические агенты принимают решения о покупках, устанавливают заработные платы и цены. 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 низкие и привязаны к цели по инфляции, покупатели ограничивают покупки товаров в ответ на ускорение роста цен, так как ожидают замедления инфляции и возвращения ее к цели. Такие образом, при заякоренных инфляционных ожиданиях спрос является более чувствительным к повышению цен, ограничивая рост инфляции в ответ на действие 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 формировании предпосылок макроэкономического прогноза и оценке рисков на текущем этапе Банк России использует консервативный подход, придавая несколько большее значение проинфляционным факторам и рискам.** Ценовые ожидания компаний и населения остаются повышенными и чувствительными к действию краткосрочных факторов. При этом их реакция на динамику цен асимметрична: население и компании в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на их замедление. Поэтому на текущем этапе недооценка проинфляционных факторов и рисков может привести к устойчивым и продолжительным отклонениям инфляции вверх от цели.

Чтобы инфляционные ожидания изменили свой характер, особенно важно стабилизировать инфляцию на цели. Снижение и закрепление инфляционных ожиданий, в свою очередь, будет способствовать поддержанию ценовой стабильности. Поэтому Банк России при формировании предпосылок прогноза

особенно тщательно анализирует проинфляционные факторы, стремится учесть существующие инфляционные риски в прогнозе, если они имеют высокую вероятность реализации.

**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 оказывают влияние на ситуацию в российской экономике и 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 обеспечение финансовой стабильности, устойчивости и развития банковского сектора, финансового рынка и платежной системы. Взаимный учет и согласованность 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. Поэтому Банк России учитывает меры бюджетной политики при подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке.

Подход к формированию государственного бюджета является важным фактором, влияющим на динамику цен.

Сохранение сбалансированной бюджетной политики является необходимым условием отсутствия инфляционного давления по бюджетному каналу. Напротив, несбалансированность бюджетных потоков и существенное наращивание бюджетных расходов могут иметь инфляционные последствия.

Одним из ключевых элементов бюджетной стратегии 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.

Применение бюджетного правила с проведением операций на валютном рынке снижает колебания реального курса рубля из-за изменений конъюнктуры сырьевых рынков. 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 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 проводит операции на валютном рынке в рамках бюджетного правила таким образом, чтобы не оказывать значимого влияния на динамику валютного курса. При этом Банк России может временно приостановить проведение данных операций в условиях повышенной волатиль-

ности на внутреннем валютном рынке, в том числе на фоне реализации внешних рисков или возникновения угроз для финансовой стабильности.

Государственные инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей могут выступать фактором структурных изменений в экономике. Если они способствуют преодолению структурных ограничений в экономике, это вносит вклад в расширение ее производственного потенциала. В результате ускорение экономического роста, обусловленное влиянием увеличения государственных расходов, не будет формировать повышательного давления на инфляцию.

Характер и особенности влияния бюджетных расходов на экономическую активность и инфляцию в краткосрочном периоде зависят не только от их структуры и результативности, но также от степени их равномерности во времени.

Кроме того, влияние на ценовую динамику могут оказывать меры налоговой политики. Изменение налогов, как правило косвенных, ведет к разовой подстройке цен и не требует реакции со стороны денежно-кредитной политики, если инфляционные ожидания субъектов экономики закреплены на низком уровне. Однако в настоящее время сохраняется существенная чувствительность инфляционных ожиданий к проинфляционным факторам. Соответственно, устойчивый рост инфляционных ожиданий на фоне повышения налогов может привести к продолжительному отклонению инфляции вверх от цели, что учитывает Банк России при реализации денежно-кредитной политики.

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. При этом 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 обсуждения макроэкономического прогноза, взаимной сверки оценок и факторов, влияющих на динамику основных макроэкономических показателей. При этом важную роль в повышении доверия к денежно-кредитной и бюджетной политике и их действенности играет непротиворечивость коммуникации по смежным вопросам.

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

Ряд мер других государственных органов 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. В то же время под их влиянием инфляция может заметно колебаться, что, в свою очередь, может негативно отражаться на инфляционных ожиданиях.

Вклад в снижение влияния немонетарных факторов на инфляцию вносят меры, принимаемые органами государствен-

ной 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 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, регулирование тарифов на услуги коммунального хозяйства (см. врезку «Влияние немонетарных факторов на инфляцию» в разделе 3).

Реализация мер аграрной политики позволит снизить негативное влияние на инфляцию факторов со стороны предложения сельскохозяйственной продукции, изменения валютного курса и конъюнктуры мировых товарных рынков. Результатом станет снижение волатильности цен на продовольствие, которая по-прежнему остается максимальной среди основных компонент инфляции и оказывает существенное влияние на формирование 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 неблагоприятные факторы будут в меньшей мере отражаться на уровне цен.

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 этого явления 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 основном является небольшим и разовым, 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 поддержание 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 направлений политики. 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 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 политиками (см. врезку «Денежно-кредитная политика и полити-



ка по поддержанию финансовой стабильности: поиск баланса»). 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. При этом впоследствии их реализация может приводить к значимым экономическим потерям. То есть фазы финансового цикла и бизнес-цикла могут не совпадать, а также существенно различаться по степени выраженности. Данные эффекты особенно заметно проявились в 2000-е гг., когда в условиях устойчивого экономического роста и невысокой инфляции 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 важным условием эффективной трансмиссии денежно-кредитной политики. Так, надежный финансовый сектор обеспечивает 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 изменения финансовых условий, в том числе под влиянием внешних факторов, макропруденциальные меры 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 ключевой ставке 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. При этом изменения микропруденциального регулирования, как правило, оказываются нейтральными относительно условий проведения денежно-кредитной политики. Однако на этапе реализации наиболее масштабных изменений в подходах к регулированию (например, при введении требований «Базель III») анализ может указать на существенность их влияния на параметры операций финансовых организаций. В таких условиях Банк России учитывает указанное влияние 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 ма-

кредитноэкономические 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 учитывает это при принятии 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 увеличению профицита или снижению дефицита ликвидности банковского сектора. Банк России учитывает данные изменения при определении лимитов по операциям абсорбирования или предоставления ликвидности, тем самым нивелируя их возможное влияние на 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 ключевой ставке может принимать во внимание необходимость как стабилизации финансовых рынков, так

и поддержания устойчивости финансового сектора в целом.

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.** Развитый финансовый рынок позволяет эффективно перераспределять финансовые ресурсы, что создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Реализуемая Банком России стратегия развития финансового рынка и поддержание ценовой стабильности мерами денежно-кредитной политики способствуют повышению доступности фондирования 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. Поэтому развитый финансовый рынок необходим для эффективной реализации денежно-кредитной политики.

Чтобы увеличить круг участников финансового рынка и активизировать его использование для обмена финансовыми ресурсами, Банк России принимает меры

для расширения линейки финансовых услуг, повышения их доступности, развития возможностей получения финансовых услуг на отдаленных и труднодоступных территориях, в том числе через цифровые каналы. В частности, этому будут способствовать запущенный механизм биометрической идентификации граждан для удаленного получения финансовых услуг; Система быстрых платежей, позволяющая клиентам моментально переводить средства друг другу вне зависимости от того, в каких банках открыты их счета; разработка проекта «Маркетплейс», который обеспечит гражданам возможность доступа к сервисам различных финансовых организаций через «единое окно».

Внедрение Банком России на финансовом рынке инновационных технологических и платформенных решений повышает его доступность, позволяет участникам рынка снизить издержки, ускоряет проведение операций финансового сектора, формирует благоприятную конкурентную среду, дающую возможность в том числе небольшим и региональным финансовым организациям предлагать свои услуги широкому кругу потребителей.

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 требований к квалификации ключевых лиц финансовых организаций.

Чтобы население могло ориентироваться в предлагаемых на финансовых рынках услугах и более активно 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.

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 политики<sup>4</sup>. 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 краткосрочном 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 крупнейших странах.** С учетом открытости российской экономики значимое влияние на нее оказывает ситуация на мировых финансовых и товарных рынках – она формируется в том числе под воздействием мер экономической политики в крупнейших развитых странах, прежде всего мер центральных банков. Решения крупнейших центральных банков влияют в первую очередь на экономическую ситуацию

<sup>4</sup> Более подробно о мерах по развитию финансового рынка и их влиянии см. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов.

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.

Изменения процентных ставок крупнейшими центральными банками также влияют 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. Банк России формирует макроэкономический прогноз, учитывая многостороннее влияние мер экономической политики в развитых странах на ситуацию в российской экономике.

### Информационная открытость

**Информационная открытость в области денежно-кредитной политики Банка России нацелена на повышение понимания и доверия к проводимой денежно-кредитной политике, формирование предсказуемой экономической среды для всех участников экономических отношений.** Понимание в обществе проводимой денежно-кредитной политики и доверие к ней, в свою очередь, способствуют повышению ее действенности и успешности поддержания ценовой стабильности. Если население и бизнес уверены в сохранении низкой инфляции, в способности центрального банка поддерживать ценовую стабильность,

то в ответ на краткосрочные колебания цен или появление проинфляционных 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 и, соответственно, требуется меньшая степень реакции денежно-кредитной политики.

С учетом той важной роли, которую играет информационная открытость, в современной практике центральных банков коммуникационная политика приобретает 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 ключевой ставке, как считалось ранее, но и активные целенаправленные усилия по донесению информации об инфляции и денежно-кредитной политике до различных аудиторий. Это подтверждается современными эмпирическими исследованиями на обширных массивах данных по различным странам. Важнейшим инструментом информационной политики становится сигнал о будущих изменениях денежно-кредитной политики, который наряду с фактическими решениями по ключевой ставке оказывает непосредственное влияние на формирование процентных ставок в экономике, прежде всего на более длительные сро-

ки (см. Приложение «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Банка России»).

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.

**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 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. Четыре раза в год после решений по ключевой ставке также проводится пресс-конференция Председателя Банка России, транслируемая в прямом эфире, и публикуется 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. На ежемесячной основе Банк России публикует комментарии об оценке экономической ситуации, динамике инфляции и инфляционных ожиданий.

**Банк России также работает над расширением охвата коммуникации по денежно-кредитной политике и повышением ее адресности.** Банк России увеличивает частоту и информативность выступлений, интервью и количество публикаций, а также задействует новые каналы коммуникации. 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 достаточно широкий спектр материалов – от публикаций исследовательского характера до познавательных мультфильмов для самой широкой аудитории, в том числе школьников. В целях расширения охвата коммуникации и повышения ее адресности Банк России в том числе развивает информационную политику на региональном уровне.

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.

## 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 Викаксель 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 времени<sup>1</sup>.

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 с поправкой на страновую премию за риск и премию за волатильность инфляции. Страновая премия характеризует различия в степени восприятия экономическими агентами суверенных кредитных рисков, а также предсказуемости экономических условий в данной стране в сравнении с ключевыми экономиками, условия в которых определяют уровень мировой нейтральной ставки.

В 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 (как внутренних, так 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)

<sup>1</sup> Экономисты различают долгосрочную (*longer-run neutral rate, trend interest rate*) и краткосрочную (*shorter-run neutral rate*) нейтральные ставки. Здесь мы ограничиваемся обсуждением долгосрочной нейтральной ставки, которая определяется структурными факторами. Краткосрочная нейтральная ставка колеблется вокруг долгосрочной нейтральной ставки в зависимости от влияния циклических факторов (например, внешних условий, текущей деловой активности, мер бюджетной политики). На краткосрочную нейтральную ставку также влияет степень заякоренности инфляционных ожиданий на уровне цели по инфляции и другие факторы. О текущей направленности денежно-кредитной политики корректно рассуждать именно относительно краткосрочной нейтральной ставки. Количественно рассчитать краткосрочную нейтральную ставку весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем Российская 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.

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.

Имеющиеся количественные оценки уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для России в опубликованных исследованиях тяготеют к интервалу от 1 до 3%. 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. Притом что указанные оценки могут быть потенциально полезными с позиции некоего общего ориентира и должны присутствовать в арсенале центрального банка, крайне важно понимать ограниченность их практического применения регулятором ввиду их высокой неопределенности.

Так, на сегодняшний день Банк России исходит из интервальной оценки долгосрочной реальной нейтральной ставки 2–3%. При цели по инфляции 4% соответствующая оценка для номинальной нейтральной ставки – 6–7%. Однако это не означает, что ключевая ставка в конечном счете обязательно окажется в этом диапазоне. Уровень краткосрочной реальной нейтральной ставки, который

сильно влияет на текущее значение ключевой ставки, может оказаться как выше, так и ниже долгосрочной ставки. Ключевая ставка Банка России сейчас находится непосредственно вблизи интервала оценки долгосрочной равновесной ставки после пяти лет движения в сторону закрепления инфляции и инфляционных ожиданий около целевого уровня 4%. Таким образом, формально располагая имеющимися эмпирическими оценками нейтральной ставки, центральный банк должен воспринимать их критически и соотносить их с широким комплексом других факторов, связанных с наблюдаемой экономической динамикой, которые также характеризуют денежно-кредитные условия в экономике.

#### 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.



## Денежно-кредитная политика и политика по поддержанию финансовой стабильности: поиск баланса

Вопрос оптимального сочетания денежно-кредитной политики и политики по поддержанию финансовой стабильности все еще остается дискуссионным, так как баланс недостатков и преимуществ использования денежно-кредитной политики для ограничения рисков финансовой стабильности трудно оценить однозначно. Однако большинство центральных банков придерживаются принципа раздельного целеполагания и не используют процентную ставку в качестве инструмента ограничения системных рисков, решая задачу поддержания финансовой стабильности при помощи макропруденциальных инструментов.

Вместе с тем некоторые центральные банки на практике учитывали вопросы финансовой стабильности при принятии решения по ставке<sup>1</sup>, тем не менее применяя и макропруденциальные инструменты для ограничения формирования дисбалансов на финансовых рынках. При этом они сознательно шли на увеличение горизонта достижения инфляцией целевого уровня, допуская более длительное отклонение инфляции от цели, чем в ситуации, когда ключевая ставка используется для целей ДКП.

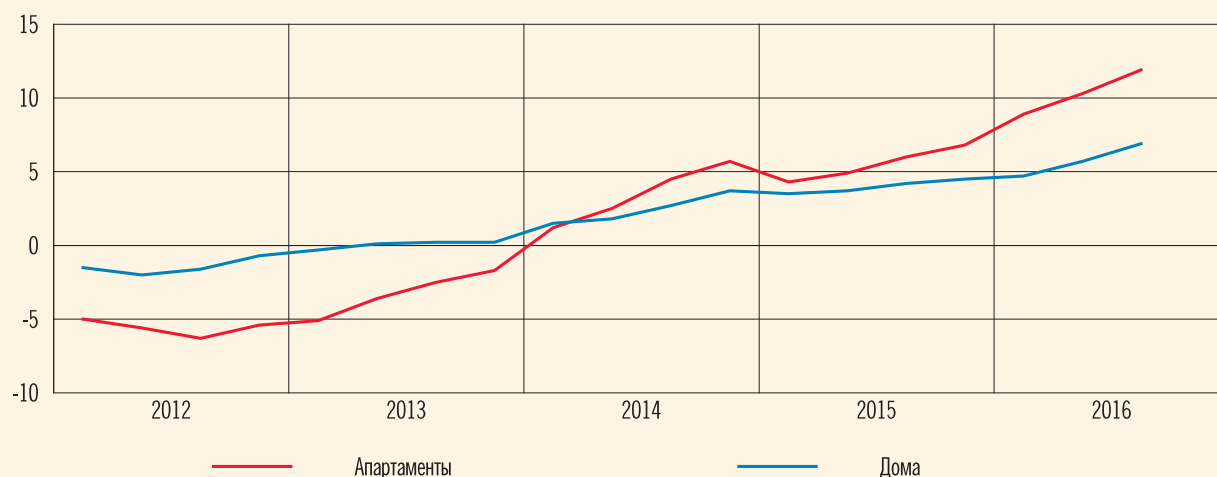
Хотя типы формирующихся дисбалансов в различных экономиках могут быть сходными (часто это касается рынка недвижимости и долговой нагрузки населения), макроэкономический контекст и оценки органами, принимающими решения, издержек реализации той или иной стратегии взаимодействия денежно-кредитной и макропруденциальной политики, могут различаться. Ниже представлено несколько примеров практической реализации центральными банками подходов к обеспечению ценовой и финансовой стабильности.

### Независимое проведение денежно-кредитной политики и политики по поддержанию финансовой стабильности

**Национальный банк Чехии** придерживается разделения целеполагания денежно-кредитной политики и политики по поддержанию финансовой стабильности. В 2013–2017 гг. в Чехии на фоне мягкой денежно-кредитной политики (ставка двухнедельного репо сохранялась на уровне 0,05%) потребовалась реализация макропруденциальных мер для ограничения рисков в «перегретых» сегментах

ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ В ЧЕХИИ  
(в % к соответствующему кварталу предыдущего года)

Рис. 1



Источник: Национальный банк Чехии.

<sup>1</sup> Теоретические подходы для учета финансовой стабильности в функции денежно-кредитной политики разрабатываются в рамках режимов интегрированного таргетирования инфляции (см. Agenor, da Silva – «Integrated Inflation Targeting – Another Perspective from the Developing World» BIS, CEMLA, February, 2019) и денежно-кредитной политики, ориентированной на финансовую стабильность (см. Borio – «Towards a Financial Stability – Oriented Monetary Policy Framework?» Speech at the Oesterreichische Nationalbank conference «Central banking in times of change», Vienna, 2016).

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА ЧЕХИИ

Рис. 2



Источник: Национальный банк Чехии.

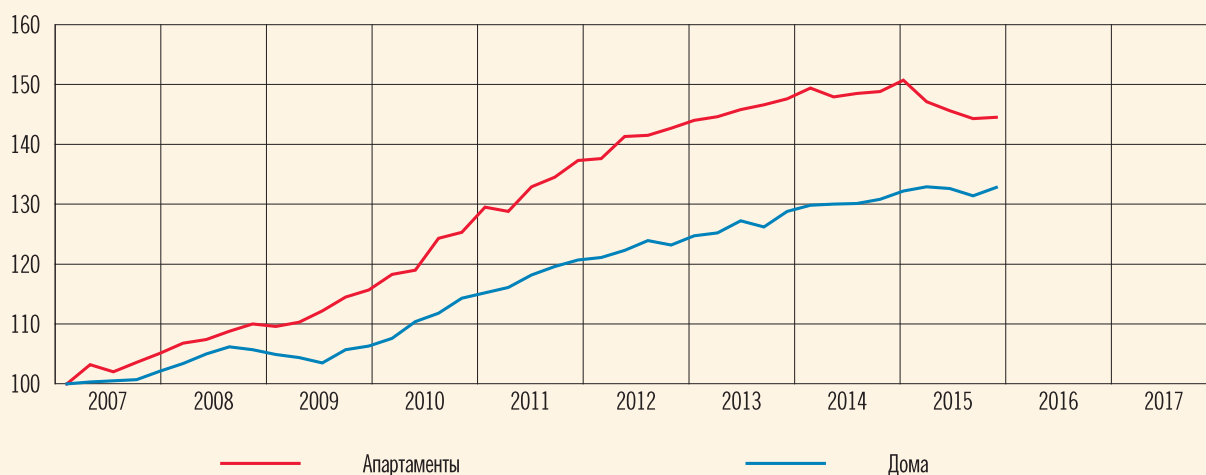
внутреннего рынка. Расширение ипотечного кредитования сопровождалось ростом цен на недвижимость, которая за период 2013–2016 гг. подорожала примерно на 30% (рис. 1).

Для ограничения рисков в финансовом секторе Национальный банк Чехии установил значение контрциклического буфера капитала<sup>2</sup> на уровне 1%. При этом для достижения целевого уровня инфляции и повышения экономической активности, остававшейся относительно сдержанной после глобальной рецессии 2008–2009 гг., Национальный банк Чехии продолжал поддерживать стимулирующие денежно-кредитные условия (рис. 2).

**Национальный банк Швейцарии** также придерживается принципа разделения целеполагания денежно-кредитной политики и политики по поддержанию финансовой стабильности. Столкнувшись в посткризисный период с угрозой дефляции, Национальный банк Швейцарии перешел к проведению сверхмягкой денежно-кредитной политики, сначала снизив целевой уровень процентных ставок до нуля, а затем введя ограничение на укрепление национальной валюты.

### ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ В ШВЕЙЦАРИИ (2007 г. = 100%)

Рис. 3

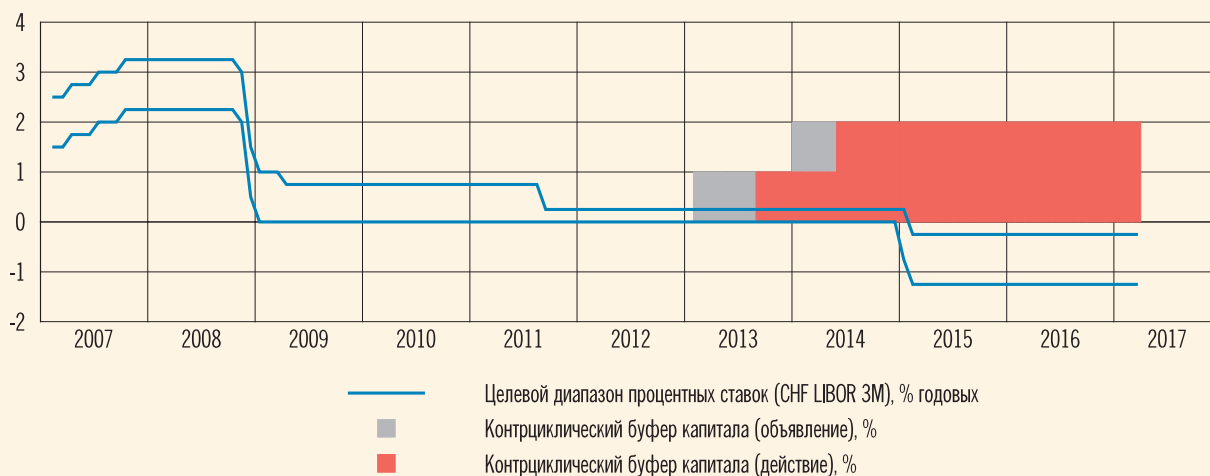


Источник: Национальный банк Швейцарии.

<sup>2</sup> Инструмент макропруденциальной политики, устанавливающий дополнительные требования к уровню капитала кредитной организации.

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА НАЦИОНАЛЬНОГО БАНКА ШВЕЙЦАРИИ

Рис. 4



Источник: Национальный банк Швейцарии.

В этих условиях в Швейцарии стали формироваться дисбалансы на финансовых рынках: цены на жилую недвижимость в течение нескольких лет росли приблизительно на 5% в год при практически нулевом уровне инфляции, ипотечное кредитование быстрыми темпами увеличивалось, а банки начали снижать требования к ипотечным заемщикам. В результате в банковском секторе Швейцарии стали формироваться повышенные риски, связанные с ипотечным кредитованием (рис. 3).

На фоне сохранения сверхмягкой денежно-кредитной политики Национальный банк Швейцарии для ограничения системных рисков в 2013 г. принял решение об активации сегментарного контрциклического буфера капитала в размере 1%, а в начале 2014 г. – о его повышении до 2%. Ужесточая макропруденциальную политику, Национальный банк Швейцарии, тем не менее, продолжил смягчение денежно-кредитной политики, отказавшись от использования ограничений на курсовую динамику и введя в марте 2015 г. отрицательные процентные ставки (рис. 4).

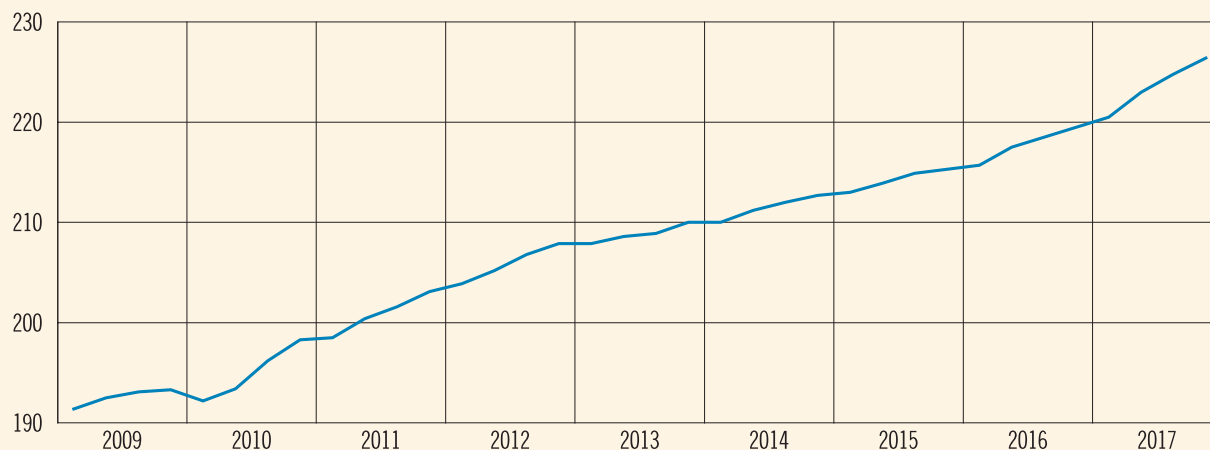
### Проведение денежно-кредитной политики с учетом финансовой стабильности

**Банк Норвегии** при проведении денежно-кредитной политики учитывает финансовую стабильность как одну из постоянных целей. В стратегическом документе Банка Норвегии, определяющем

### ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ НОРВЕГИИ

(отношение суммарного долга к располагаемому доходу домашних хозяйств, %)

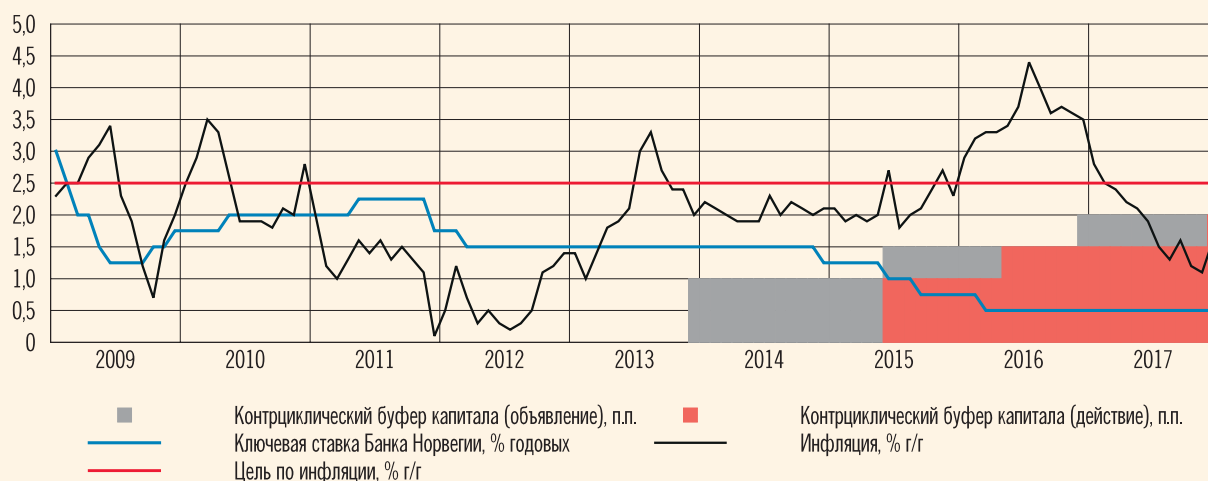
Рис. 5



Источник: Банк Норвегии.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА НОРВЕГИИ  
И ИНФЛЯЦИЯ

Рис. 6



Источник: Банк Норвегии.

основные параметры монетарного режима, отмечено: «Денежно-кредитная политика может способствовать ограничению формирования финансовых дисбалансов и, таким образом, уменьшать риски падения экономической активности в будущем. При наличии признаков формирования финансовых дисбалансов для поддержания высоких и устойчивых темпов роста валового выпуска и занятости может поддерживаться более высокий уровень процентной ставки денежно-кредитной политики, чем в обычных обстоятельствах»<sup>3</sup>.

В посткризисный период в экономике Норвегии начали формироваться дисбалансы на рынке недвижимости: с конца 2009 г. цены на жилье росли на 5–15% в год, увеличивалась долговая нагрузка населения (рис. 5).

При этом инфляция находилась ниже целевого уровня 2,5%, оставаясь в диапазоне 1–2% (рис. 6). В этих условиях Банк Норвегии принял решение о поддержании ставки денежно-кредитной политики на повышенном уровне, полагая, что ее снижение может увеличить риски формирования дисбалансов. Так, в Докладе о денежно-кредитной политике за март 2012 г. Банк Норвегии отмечал: «Задолженность домохозяйств продолжила расти быстрее, чем располагаемые доходы. Долговая нагрузка высока. <...> Продолжительное поддержание низких процентных ставок может усилить рост цен на недвижимость и способствовать принятию домохозяйствами и предприятиями избыточных рисков и обязательств»<sup>4</sup>.

Меры денежно-кредитной политики по ограничению системных рисков в Норвегии в дальнейшем были дополнены рядом макропруденциальных мер: в конце 2013 г. принято решение о необходимости формирования норвежскими банками контрциклического буфера капитала в размере 1% от взвешенных по риску активов, а затем величина буфера постепенно была повышена до 2,5%.

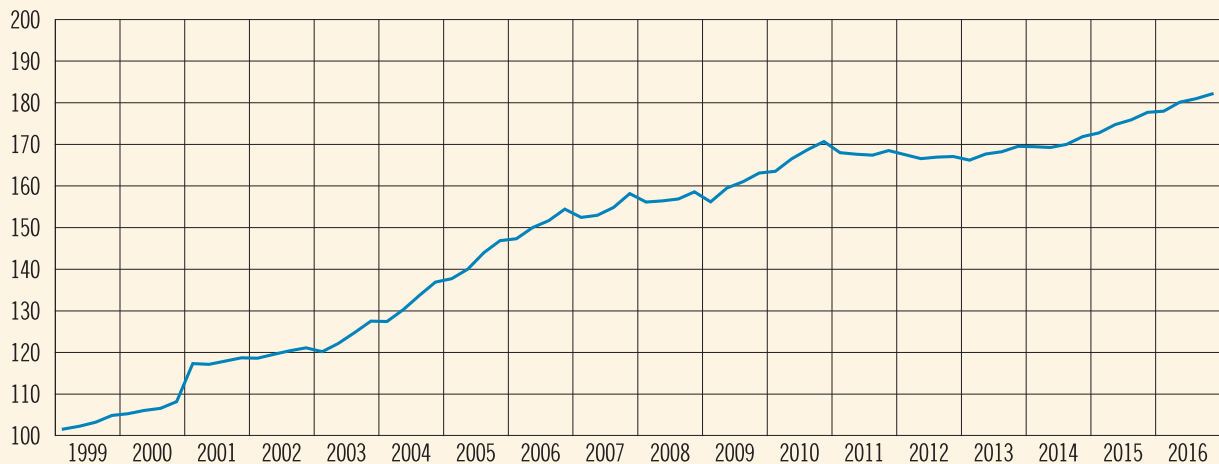
**Банк Швеции** на протяжении нескольких лет также учитывал аспекты финансовой стабильности при проведении денежно-кредитной политики. При сохранении инфляции в этот период в диапазоне 1–1,5% при целевом уровне 2%, Банк Швеции повысил ставку денежно-кредитной политики (ставку репо) на 1,75 процентного пункта. Такую денежно-кредитную политику Банк Швеции связывал с необходимостью поддержания финансовой стабильности в условиях существенного роста долговой нагрузки домашних хозяйств и повышенной активности на рынке ипотечного кредитования. Комментируя в Докладе о денежно-кредитной политике одно из решений по повышению ставки репо, Банк Швеции в феврале 2011 г. отмечал: «Постепенное повышение процентной ставки денежно-кредитной

<sup>3</sup> Norges Bank, *Monetary Policy Objectives and Instruments*, <https://www.norges-bank.no/en/topic/Monetary-Policy/Mandate-Monetary-Policy>.

<sup>4</sup> Norges Bank, *Monetary Policy Report (March, 2012)*, <https://norges-bank.no/en/news-events/news-publications/Reports/Monetary-Policy-Report-with-Financial-Stability-Assessment/2012/112-Monetary-Policy-Report>.

### ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ДОМАШНИХ ДОМОХОЗЯЙСТВ В ШВЕЦИИ (отношение суммарного долга домашних хозяйств к располагаемому доходу, %)

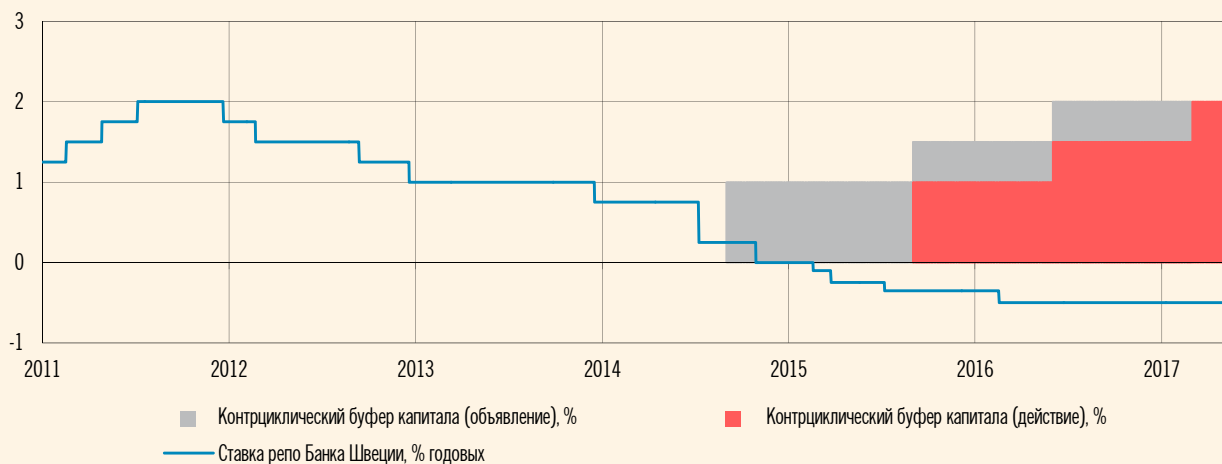
Рис. 7



Источник: Банк Швеции.

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА ШВЕЦИИ И МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНЫЕ МЕРЫ

Рис. 8



Источник: Банк Швеции.

политики снижает риски формирования финансовых дисбалансов в шведской экономике, а также может способствовать замедлению темпов роста задолженности домохозяйств»<sup>5</sup> (рис. 7).

В результате, по оценкам экспертов, в шведской экономике в 2010–2011 гг. дополнительная безработица составляла не менее 0,5 п.п., при этом повышение ставки не оказало существенного влияния на темпы роста ипотечного кредитования и долговую нагрузку домашних хозяйств. Кроме того, в 2012 г. шведская экономика столкнулась с проблемой дефляции, и центральный банк отказался от поддержания повышенной жесткости денежно-кредитной политики.

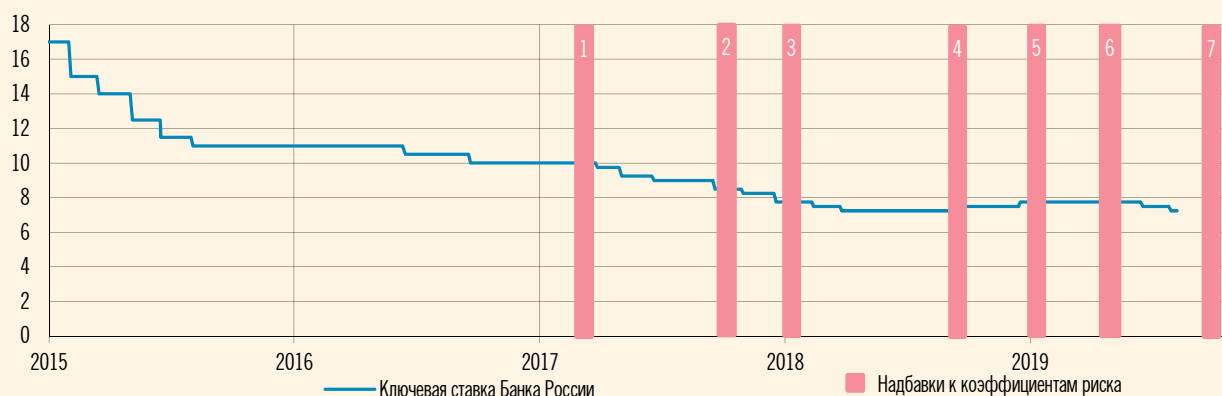
В дальнейшем в Швеции ограничение системных рисков обеспечивалось за счет использования макропруденциальных инструментов. В 2014 г. в условиях сохранявшихся дисбалансов в Швеции был активирован контрциклический буфер капитала. Сначала его значение было установлено на уровне 1%, а затем повышено до 2,5% (рис. 8).

**Издержки использования денежно-кредитной политики для обеспечения финансовой стабильности.** Большинство экспертов сходятся во мнении, что существенным недостатком использо-

<sup>5</sup> Riksbank, Monetary Policy Report (February, 2011).

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И МЕРЫ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ  
(% годовых)

Рис. 9



- 1, 2, 4, 6 – для потребительских кредитов в зависимости от полной стоимости кредита.  
3, 5 – для ипотечных кредитов в зависимости от первоначального взноса.  
7 – для потребительских кредитов в зависимости от полной стоимости кредита и долговой нагрузки.

Источник: Банк России.

вания ключевой ставки для ограничения системных рисков является увеличение горизонта достижения цели по инфляции. Размывание целеполагания, длительное отклонение инфляции от целевого значения в результате поддержания повышенного уровня процентных ставок может негативно сказаться на доверии к денежно-кредитной политике, особенно центральных банков, недавно перешедших к режиму инфляционного таргетирования. Существуют также потери в экономическом росте, который мог бы быть достигнут при более низкой процентной ставке. Кроме того, дисбалансы формируются, как правило, на отдельных сегментах финансового рынка, однако ставка денежно-кредитной политики оказывает воздействие на рынок в целом, в том числе на те сегменты, где отсутствуют дисбалансы. Это также приводит к издержкам от мер денежно-кредитной политики, направленных на ограничение системных рисков.

Что касается стратегии раздельного целеполагания, то, по мнению экспертов, основные сложности ее реализации связаны в основном с тем, что макропруденциальная политика в целом находится еще в стадии становления и пока еще не накоплен достаточный опыт использования макропруденциальных инструментов для ограничения системных рисков.

**Подход Банка России к взаимодействию денежно-кредитной политики и политики по поддержанию финансовой стабильности.** Банк России придерживается принципа раздельного целеполагания денежно-кредитной и макропруденциальной политики. В то время как денежно-кредитная политика Банка России нацелена на поддержание ценовой стабильности, задача ограничения рисков финансовой стабильности решается макропруденциальными мерами.

В период 2015–2019 гг. Банку России удалось добиться существенного замедления инфляции до уровней вблизи 4%. На фоне стабилизации основных макроэкономических показателей и постепенного смягчения денежно-кредитной политики на отдельных сегментах рынка произошло существенное увеличение кредитной активности: годовые темпы прироста необеспеченного потребительского и ипотечного кредитования достигли 25%, при этом наблюдалось некоторое снижение реальных располагаемых доходов населения.

Связывая расширение розничного кредитования с дополнительным принятием рисков банковским сектором, Банк России для поддержания устойчивости финансовой системы начиная с 2017 г. стал использовать макропруденциальные инструменты: надбавки к коэффициентам риска в зависимости от полной стоимости потребительского кредита (а с 1 октября 2019 г. – в зависимости от уровня долговой нагрузки), а также отношения стоимости залога к объему ипотечного кредита (рис. 9). При этом Банк России постепенно снижал ключевую ставку, уменьшив ее с 10% годовых в 2017 г. до 7,00% годовых в сентябре 2019 года.

## 2. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2020–2022 ГОДАХ

Банк России рассматривает три сценария среднесрочного прогноза развития экономики: базовый – как основной сценарий, на основе которого принимаются решения по денежно-кредитной политике, и дополнительные сценарии – с высокими ценами на нефть и рисковый сценарий. Сценарии макроэкономического прогноза различаются в первую очередь в части предпосылок о внешних условиях для российской экономики. В базовый сценарий закладывается замедление роста мировой экономики и снижение цен на нефть. В сценарии с высокими ценами на нефть предполагается, что темпы роста внешнего спроса и цены на энергоносители будут выше, чем в базовом сценарии. В качестве предпосылок рискового сценария рассматривается выраженное и продолжительное ухудшение внешних условий на всем прогнозном горизонте, в том числе более резкое и глубокое снижение цен на нефть.

В прогнозных сценариях Банк России учитывает, что кроме внешних факторов значимое влияние на экономическую динамику и инфляцию на прогнозном горизонте будут оказывать и внутренние факторы, включая проводимую экономическую политику. При этом решения Банка России по денежно-кредитной политике, нацеленные на стабилизацию годовой инфляции вблизи 4%, будут в значительной мере зависеть от подходов к экономической, в том числе бюджетной, политике. Описание предпосылок и параметров базового, а также дополнительных сценариев макроэкономического прогноза Банка России представлено далее в этом разделе.

Учитывая, что решения по ключевой ставке основываются на базовом сценарии, а также на анализе факторов неопределенности и рисков для него, базовый сценарий будет публиковаться четыре раза в год в пресс-релизе по итогам заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке и в Докладе о денежно-кредитной политике. Дополнительные сценарии будут публиковаться один раз в год в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. Это связано с тем, что суть этих сценариев остается практически неизменной от заседания к заседанию.

## СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 6 СЕНТЯБРЯ 2019 ГОДА

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 1

(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2018 (факт)	Базовый			
		2019	2020	2021	2022
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	69,8	63	55	50	50
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	4,3	4,0–4,5	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	2,9	4,6–4,8	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	2,3	0,8–1,3	1,5–2,0	1,5–2,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	1,8	1,0–1,5	1,5–2,0	1,5–2,0	1,8–2,3
– домашних хозяйств	2,3	1,0–1,5	2,0–2,5	2,0–2,5	2,0–2,5
Валовое накопление	0,8	0,0–1,0	3,5–4,5	3,5–4,5	2,5–3,5
– валовое накопление основного капитала	2,9	0,0–1,0	3,5–4,5	3,5–4,5	2,5–3,5
Экспорт	5,5	-(0,3–0,8)	2,0–2,5	2,0–2,5	2,5–3,0
Импорт	2,7	-(0,3) – 0,2	3,0–3,5	3,5–4,0	2,5–3,0
Денежная масса в национальном определении	11,0	8–12	7–12	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте*	11,5	8–12	7–12	7–12	7–12
– к организациям, прирост в % за год	8,4	7–10	6–10	6–10	6–10
– к населению, прирост в % за год	22,0	15–20	10–15	10–15	10–15

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

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ\*

Табл. 2

(млрд долл. США)

	2018 (факт)	Базовый			
		2019	2020	2021	2022
<b>Счет текущих операций</b>	<b>113</b>	<b>83</b>	<b>56</b>	<b>39</b>	<b>28</b>
Торговый баланс	194	166	141	126	120
Экспорт	443	415	395	389	396
Импорт	249	249	254	263	276
Баланс услуг	-30	-31	-34	-36	-39
Экспорт	65	64	63	65	67
Импорт	95	95	97	101	106
Баланс первичных и вторичных доходов	-51	-52	-51	-52	-53
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>112</b>	<b>83</b>	<b>56</b>	<b>39</b>	<b>28</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>77</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	9	-20	-6	-6	-6
Частный сектор	68	40	25	20	20
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>38</b>	<b>60</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>14</b>

\* 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.



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

Табл. 3

	2018 (факт)	Высокие цены на нефть				Рисковый			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	69,8	63	65	75	75	63	25	31	35
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	4,3	4,0–4,5	4,0	4,0	4,0	4,0–4,5	7,0–8,0	3,0–4,0	3,0–4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	2,9	4,6–4,8	4,0	4,0	4,0	4,6–4,8	6,5–7,5	4,0–5,0	3,0–4,0
Валовой внутренний продукт	2,3	0,8–1,3	2,0–2,5	2,0–3,0	2,0–3,0	0,8–1,3	-(1,5–2,0)	1,0–2,0	3,5–4,5
Расходы на конечное потребление	1,8	1,0–1,5	2,0–2,5	1,8–2,3	1,8–2,3	1,0–1,5	-(1,3–1,8)	2,3–2,8	3,5–4,0
– домашних хозяйств	2,3	1,0–1,5	2,3–2,8	2,0–2,5	2,0–2,5	1,0–1,5	-(1,5–2,0)	2,7–3,2	4,0–4,5
Валовое накопление	0,8	0,0–1,0	4,5–5,5	4,0–5,0	2,5–3,5	0,0–1,0	-(14–15)	1,0–2,0	8,0–9,0
– валовое накопление основного капитала	2,9	0,0–1,0	3,5–4,5	4,0–5,0	2,5–3,5	0,0–1,0	-(5,5–6,5)	1,0–2,0	8,0–9,0
Экспорт	5,5	-(0,3–0,8)	2,7–3,2	2,7–3,2	2,5–3,0	-(0,3–0,8)	0–0,5	-(0,8–1,3)	1,5–2,0
Импорт	2,7	-(0,3)–0,2	3,3–3,8	4,0–4,5	2,5–3,0	-(0,3)–0,2	-(12,5–13,0)	2,3–2,8	4,7–5,2
Денежная масса в национальном определении	11	8–12	8–13	8–13	8–13	8–12	2–7	3–8	4–9
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте*	11,5	8–12	7–12	7–12	7–12	8–12	6–11	4–9	8–13
– к организациям, прирост в % за год	8,4	7–10	6–10	6–10	6–10	7–10	10–15	3–8	7–12
– к населению, прирост в % за год	22	15–20	11–16	10–15	10–15	15–20	-(5)–2	7–11	9–14

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

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ СЦЕНАРИЕВ\*  
(млрд долл. США)

Табл. 4

	2018 (факт)	Высокие цены на нефть				Рисковый			
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
<b>Счет текущих операций</b>	<b>113</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>111</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>4</b>
Торговый баланс	194	166	171	200	198	166	63	67	68
Экспорт	443	415	436	488	507	415	240	266	287
Импорт	249	249	265	288	309	249	177	199	219
Баланс услуг	-30	-31	-34	-35	-42	-31	-14	-25	-31
Экспорт	65	64	67	75	76	64	59	61	63
Импорт	95	95	101	110	118	95	73	86	94
Баланс первичных и вторичных доходов	-51	-52	-53	-55	-57	-52	-32	-33	-33
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>112</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>111</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>4</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>77</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>20</b>	<b>55</b>	<b>35</b>	<b>19</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	9	-20	-6	-6	-6	-20	10	0	-1
Частный сектор	68	40	30	35	35	40	45	35	20
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>38</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>60</b>	<b>-38</b>	<b>-26</b>	<b>-15</b>

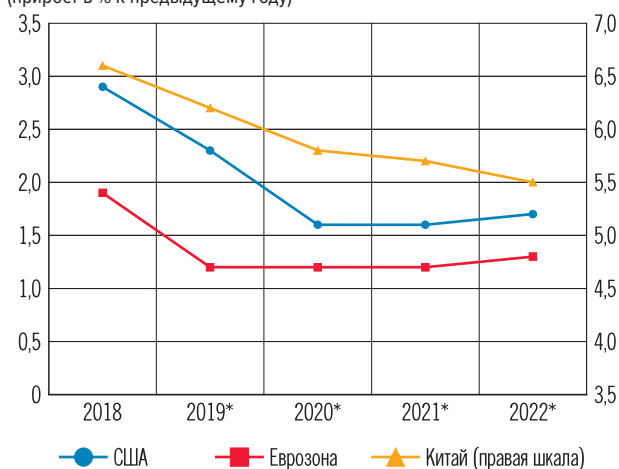
\* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

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

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ РОСТА ВВП В КРУПНЕЙШИХ  
ЭКОНОМИКАХ МИРА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(прирост в % к предыдущему году)

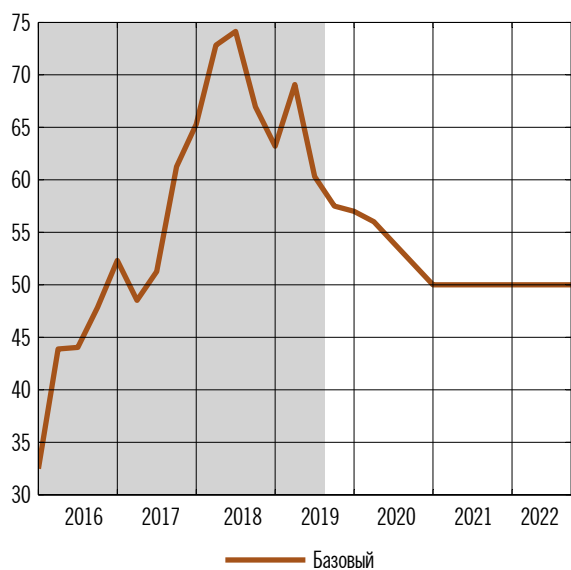
Рис. 2.1.1



\* Прогноз.  
Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 2.1.2



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

## 2.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ И ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ПРОГНОЗА

### Предпосылки прогноза

**Рост мировой экономики.** С учетом наблюдавшегося со второй половины 2018 г. замедления мировой экономики Банк России в базовом сценарии исходит из предпосылки о продолжении снижения темпов мирового экономического роста на среднесрочном прогнозном горизонте (рис. 2.1.1). Замедление мировой экономики в период 2019–2022 гг., согласно прогнозу, будет преимущественно связано с сохраняющимися ожиданиями относительно дальнейшего ужесточения международных торговых ограничений, влияющими на деловые, инвестиционные и потребительские настроения в мире. На этом фоне в базовом сценарии предполагается переход к более поздней фазе экономического цикла в США, сохранение сдержанной динамики экономической активности в еврозоне, а также плавное замедление роста экономики Китая, преимущественно носящее структурный характер.

**Цена на нефть.** В базовом сценарии Банк России исходит из постепенного снижения цены на нефть марки Urals до 50 долл. США за баррель к началу 2021 г. и ее сохранения вблизи этого уровня в дальнейшем (рис. 2.1.2). Таким образом, среднегодовая цена на нефть в базовом сценарии составит 63 долл. США за баррель в 2019 г., снизится до 55 долл. США за баррель в 2020 г. и будет находиться на уровне 50 долл. США за баррель в 2021–2022 годах.

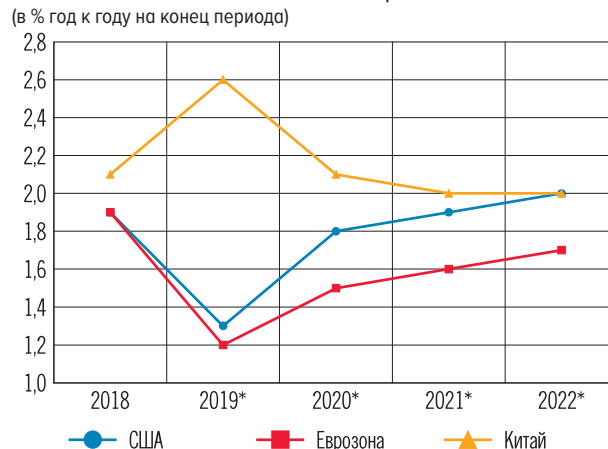
В основе такой траектории лежит предположение о постепенном замедлении роста мировой экономики и о некотором превышении предложения над спросом на рынке нефти на всем прогнозном горизонте, в том числе за счет

значительного роста добычи вне стран ОПЕК+. При этом поддержку ценам на нефть в 2019–2020 гг. окажут сохраняющиеся ожидания сокращения добычи и экспорта нефти из Ирана и Венесуэлы на фоне политической напряженности, а также продление соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи нефти до марта 2020 года.

**Инфляция за рубежом.** Базовый сценарий Банка России предполагает постепенное повышение инфляции в развитых странах в 2020–2022 гг. после ее замедления в 2019 году. Меры денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ в условиях снижения темпов роста мировой экономики и цен на нефть будут способствовать постепенному приближению инфляции в США и еврозоне к своим целевым уровням. В то же время с учетом того, что темпы роста экономики США и еврозоны в базовом сценарии будут сохраняться ниже потенциальных в 2020–2021 гг., а снижение цен на нефть будет способствовать низкому инфляционному давлению, инфляция в США и еврозоне в указанный период останется ниже цели. В свою очередь ожидаемое замедление роста экономики Китая в базовом сценарии приведет к постепенному снижению и стабилизации на низком уровне инфляции в Китае к концу прогнозного горизонта (рис. 2.1.3).

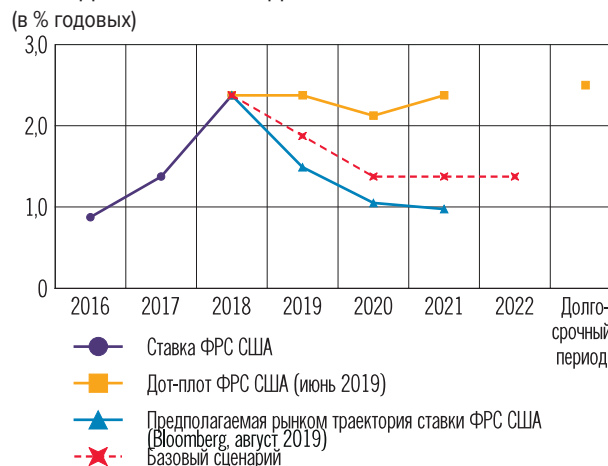
**Денежно-кредитная политика зарубежных центральных банков.** В базовом сценарии Банк России исходит из смягчения денежно-кредитной политики в США и еврозоне в 2019–2020 гг. и сохранения стимулирующей денежно-кредитной политики в дальнейшем на прогнозном горизонте. Такая траектория процентных ставок в США и еврозоне учитывает произошедшее в июле снижение базовой ставки ФРС США, смягчение риторики ФРС США и ЕЦБ относительно перспектив денежно-кредитной полити-

ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ МИРА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (в % год к году на конец периода) Рис. 2.1.3



\* Прогноз.  
Примечание: для США прогнозируется PCE Price Index, для еврозоны – HICP, для Китая – CPI.  
Источник: расчеты Банка России, Bloomberg.

ОЖИДАЕМЫЕ ТРАЕКТОРИИ СТАВКИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ ФРС США (в % годовых) Рис. 2.1.4



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, ФРС США, Bloomberg.

ОЖИДАЕМЫЕ ТРАЕКТОРИИ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В ЕВРОЗОНЕ (в % годовых) Рис. 2.1.5



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

ки на фоне происходящего замедления мировой экономики, а также в целом согласуется с ожиданиями участников рынка. Так, в базовый сценарий Банк России закладывает еще одно снижение базовой ставки ФРС США до конца 2019 г., два снижения в 2020 г. и ее сохранение на неизменном уровне в 2021–2022 гг. (рис. 2.1.4). Что касается траектории процентных ставок в еврозоне, то в базовом сценарии Банк России предполагает их небольшое снижение в 2019 г. и сохранение на достигнутом уровне в дальнейшем (рис. 2.1.5).

**Мировые финансовые рынки.** В базовом сценарии Банк России исходит из предпосылки о постепенном ослаблении доллара США по отношению к евро на прогнозном горизонте. Такая динамика курса доллара к евро преимущественно отражает предполагаемое Банком России в базовом сценарии соотношение траекторий процентных ставок в США и еврозоне. При этом смягчение в 2019–2020 гг. и дальнейшее поддержание мягких денежно-кредитных условий в развитых странах будет ограничивать риски устойчивого оттока капитала из стран с формирующимися рынками (СФР).

Равновесная премия за страновой риск, закладываемая Банком России в базовый сценарий для СФР в целом и для России в частности, учитывает фактически сложившуюся динамику риск-премий с начала 2019 г., а также совокупность предпосылок в части внешних условий. Равновесная риск-премия для России предполагается несколько выше, чем для СФР в целом, преимущественно в связи с геополитическими факторами.

**Геополитические факторы.** В базовом сценарии Банк России исходит из сохранения введенных в отношении России в 2014–2019 гг. международных санкций на всем прогнозном горизон-

те. Их влияние предполагает формирование премии за страновой риск на Россию на уровне несколько выше, чем в ситуации отсутствия санкционных ограничений. Опираясь на консервативные предпосылки по риск-премии, Банк России в базовом сценарии учитывает возможную волатильность на финансовых рынках в случае возникновения краткосрочных эпизодов усиления геополитической напряженности.

**Экономическая политика Правительства Российской Федерации.** В части ключевых внутренних предпосылок Банк России учитывает на всем прогнозном горизонте действие бюджетного правила, сглаживающего влияние динамики цен на нефть на внутренние экономические условия. При этом в предпосылки прогноза закладывается, что средства ФНБ будут инвестироваться в ликвидные валютные инструменты с низким уровнем риска (см. врезку «Об инвестировании средств Фонда национального благосостояния»). Помимо бюджетного правила, на условия проведения денежно-кредитной политики в 2019–2022 гг. также окажут влияние следующие меры Правительства Российской Федерации<sup>1</sup>: произошедшие и ожидаемые изменения в системе налогообложения; комплекс мер по преодолению структурных ограничений российской экономики, в том числе реализация национальных проектов; меры федеральных и региональных органов власти, призванные способствовать снижению влияния немонетарных факторов на инфляцию и реализуемых при участии Банка России (подробнее см. врезку «Влияние немонетарных факторов на инфляцию» в разделе 3).

Среди ключевых мер налоговой политики Банк России принимает во внимание

<sup>1</sup> В соответствии с Основными направлениями бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов и Налоговым кодексом Российской Федерации.

изменение акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину<sup>2</sup>, и проведение в 2019–2024 гг. нефтегазового налогового маневра, вклад которого в годовую инфляцию в 2019–2022 гг. в базовом сценарии, по оценкам Банка России, будет вблизи нуля.

Комплекс мер Правительства<sup>3</sup>, учитываемый Банком России в базовом сценарии, в первую очередь включает в себя дополнительные инвестиционные расходы и расходы на развитие человеческого капитала в рамках национальных проектов. Эти меры направлены на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений в российской экономике, и в случае успешной реализации они будут способствовать увеличению ее потенциальных темпов роста. Основными каналами влияния этих мер на потенциальный рост могут стать обновление основных фондов и инфраструктуры, улучшение инвестиционного климата, увеличение человеческого капитала и производительности труда, повышение качества управления на всех уровнях (как в государственном, так и в частном секторе), диверсификация российской экономики в целом и снижение ее сырьевой зависимости.

С учетом того, что реализация указанных мер, как правило, требует продолжительного времени, а объекты их воздействия – институциональные и структурные характеристики экономики, демографические тенденции – изменяются медленно, Банк России

предполагает, что планируемые бюджетно-налоговые и структурные меры начнут оказывать значимое влияние на темпы и структуру роста российской экономики только ближе к концу прогнозного горизонта. Воздействие этих мер будет наиболее существенным за пределами прогнозного периода.

Банк России предполагает, что положительный вклад запланированных мер политики Правительства в повышение темпов экономического роста не будет сопровождаться дополнительным повышательным давлением на инфляцию в том случае, если будет происходить соответствующее расширение производственного потенциала российской экономики.

Банк России также закладывает в базовый сценарий запланированное Правительством поэтапное повышение пенсионного возраста и сохраняет свои оценки влияния данной меры на потенциальные темпы экономического роста<sup>4</sup>: около 0,1 п.п. в 2019 г. и около 0,2–0,3 п.п. в 2020–2022 годах.

**Прочие виды политики Банка России.** Дополнительную поддержку формированию благоприятных условий для повышения инвестиционной и экономической активности на прогнозном горизонте будут оказывать меры Банка России, направленные на сбалансированное развитие финансового рынка, минимизацию вероятности возникновения на нем системных рисков, а также на эффективное преобразование сбережений населения во внутренние долгосрочные инвестиции. К ним в том числе относятся мероприятия в части внедрения и совершенствования стимулирующего регулирования банковского сектора, повышения конкуренции на финансовом рынке, развития сегмента долгосрочных фи-

<sup>2</sup> На алкогольную и спиртосодержащую продукцию, основные виды моторного топлива, табак и другие виды продукции.

<sup>3</sup> Социально-экономические мероприятия в рамках Указа Президента Российской Федерации от 7.05.2018 №204, реализация которых запланирована в период 2019–2024 годов. На финансирование данных мероприятий планируется направлять дополнительно порядка 1% ВВП бюджетных средств в год в течение всего прогнозного горизонта (в сумме за 2019–2024 гг. – дополнительно порядка 8 трлн руб.; всего с учетом ранее предусмотренных средств – около 13 трлн руб.).

<sup>4</sup> Оценки, опубликованные в базовом прогнозе в основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов.

нансовых ресурсов, повышения качества корпоративного управления, совершенствования защиты прав инвесторов, развития страхового сектора, сектора доверительного управления и коллективных инвестиций, а также меры макропруденциальной политики<sup>5</sup>. Банк России учитывает, что данные меры носят как циклический, так и структурный характер.

Деятельность Банка России по повышению финансовой доступности и финансовой грамотности населения<sup>5</sup> способствует увеличению доли населения, активно вовлеченного в использование финансовых продуктов и услуг, и, соответственно, более эффективному преобразованию внутренних сбережений во внутренние инвестиции. Это способствует увеличению действенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

### Среднесрочный прогноз

**Инфляция.** В базовом сценарии Банк России прогнозирует годовую инфляцию в диапазоне 4,0–4,5% по итогам 2019 г. и ее сохранение вблизи 4% в дальнейшем. Этому в первую очередь будет способствовать проводимая денежно-кредитная политика. В условиях замедления внешнего спроса и сбалансированной динамики внутреннего спроса инфляционное давление будет сдержанным. Заложенная в прогноз индексация регулируемых цен и тарифов на уровень инфляции вблизи 4% предполагает отсутствие избыточного повышательного влияния на цены со стороны данного фактора. В предпосылке о том, что меры Правительства по повышению темпов экономического роста будут в основном направлены на увеличение инвести-

ций, они не должны иметь существенных проинфляционных эффектов на среднесрочном горизонте. Однако Банк России учитывает, что на начальных этапах реализации инвестиционных проектов позитивное влияние на потребительский спрос через динамику доходов может опережать расширение производственного потенциала.

Учитывая прогнозируемое сохранение годовой инфляции вблизи 4% в 2020–2022 гг., скользящая среднегодовая инфляция также стабилизируется вблизи 4% в этот период после повышения в 2019 г. под влиянием временных проинфляционных факторов.

**Экономика.** Согласно базовому сценарию Банка России, с учетом слабой экономической активности, наблюдавшейся с начала текущего года, рост российской экономики в 2019 г. составит 0,8–1,3% после 2,3% в 2018 году. Сдерживающее влияние на рост экономики в 2019 г. окажет ряд факторов. Так, происходящее замедление мировой экономики, а также действие соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи нефти станут причиной снижения физических объемов экспорта в годовом выражении на 0,3–0,8% после роста на 5,5% в 2018 году. В свою очередь темп прироста валового накопления основного капитала, составивший 2,9% в 2018 г. в условиях реализации ряда крупных инфраструктурных проектов, в том числе с государственным участием, снизится в 2019 г. до 0,0–1,0% на фоне более медленной, чем ожидалось, реализации ряда запланированных Правительством национальных проектов. При этом на фоне снижения инвестиционного импорта замедлится годовой темп прироста физических объемов импорта – с 2,7% в 2018 г. до (-0,3)–0,2% в 2019 году.

Банк России прогнозирует, что в 2020 г. рост российской экономики ускорится до 1,5–2,0%. Основной вклад

<sup>5</sup> Более подробно о мерах Банка России по развитию финансового рынка см. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов, [http://cbr.ru/Content/Document/File/71220/main\\_directions.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf).

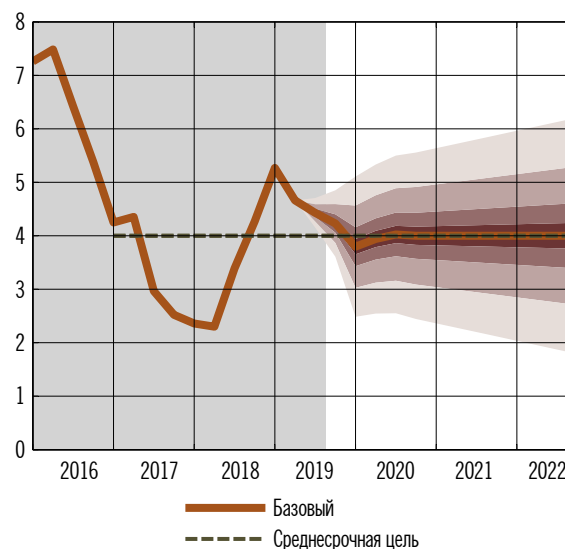
в увеличение темпов роста экономики внесет повышение государственных инвестиционных расходов, обусловленное переходом к активной фазе реализации национальных проектов. В этих условиях годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2020 г. увеличится до 3,5–4,5%. Это также отразится на динамике физических объемов импорта, годовой темп прироста которых увеличится до 3,0–3,5%. Росту экономики в 2020 г. будет способствовать некоторое ускорение роста потребительского спроса на фоне улучшения динамики доходов населения и исчерпания сдерживающего влияния повышения НДС. Это проявится в увеличении годового темпа прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств до 2,0–2,5% (в 2019 г.: 1,0–1,5%). В то же время предполагаемое в базовом сценарии замедление мировой экономики будет сдерживать рост российского экспорта на прогнозном горизонте. Несколько сгладить это влияние позволят меры со стороны Правительства по стимулированию несырьевого экспорта в рамках национального проекта «Международная кооперация и экспорт». В результате годовой темп прироста экспорта в 2020 г. в базовом сценарии увеличится лишь до 2,0–2,5%.

В 2021–2022 гг. в базовом сценарии рост российской экономики ускорится до 1,5–2,5% и 2,0–3,0% соответственно (рис. 2.1.7). Этому будет способствовать постепенное накопление положительного эффекта от запланированных мер бюджетной политики и национальных проектов при их успешной реализации, а также динамика потребления. В то же время темпы прироста физических объемов экспорта не превысят 2,0–2,5% в 2021 г. и 2,5–3,0% в 2022 году. С учетом ожидаемой на среднесрочном прогнозном горизонте реализации планов Пра-

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.1.6

(% к соответствующему периоду предыдущего года)

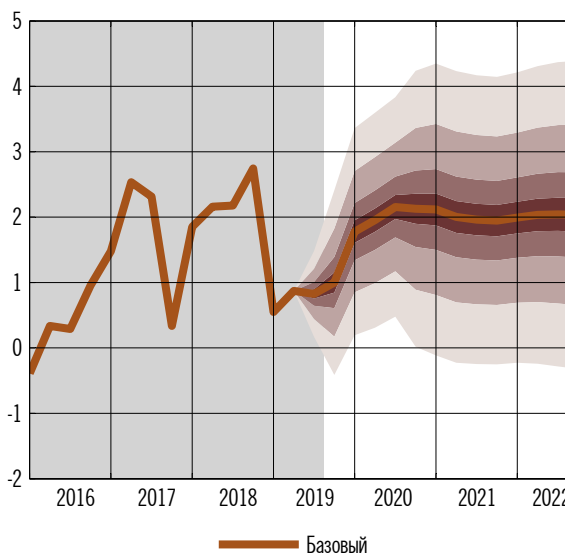


Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.1.7

(% 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.

вительства по снижению размеров не-нефтегазового дефицита федерального бюджета<sup>6</sup> темп прироста валового накопления основного капитала замедлится в 2022 г. до 2,5–3,5% (в 2020–2021 гг.: 3,5–4,5%). Это в том числе приведет к снижению темпа прироста физических объемов импорта до 2,5–3,0% в 2022 г. (в 2020 г.: 3,0–3,5%, в 2021 г.: 3,5–4,0%).

**Денежно-кредитная политика.** В сентябре Банк России принял решение снизить ключевую ставку на 25 б.п., до 7,00% годовых. В этих условиях ключевая ставка достигла верхней границы оцениваемого Банком России диапазона значений нейтральной ставки: 2–3% годовых – в реальном выражении, 6–7% годовых – в номинальном (то есть с учетом цели по инфляции – вблизи 4%). При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки. Банк России будет принимать решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. На всем прогнозном горизонте Банк России будет проводить денежно-кредитную политику таким образом, чтобы обеспечить закрепление инфляции вблизи 4%.

**Денежно-кредитные показатели.** Согласно базовому прогнозу Банка России, денежно-кредитные условия в российской экономике продолжат постепенно смягчаться и будут в целом нейтральными на прогнозном горизонте, что в основном будет связано с завершением подстройки кредитно-депозитных ставок в экономике к произошедшему в 2019 г.

снижению ключевой ставки и со смягчением неценовых условий банковского кредитования.

Устойчивый рост требований банковской системы к экономике в 2020–2022 гг. в базовом сценарии будет происходить как в результате постепенного увеличения темпов экономического роста и улучшения динамики доходов населения, так и под влиянием формирующихся на прогнозном горизонте денежно-кредитных условий. При этом базовый прогноз денежно-кредитных показателей в части требований банковской системы к населению за 2019 г. учитывает ускорение их темпов прироста в начале года и постепенное замедление с середины текущего года. В дальнейшем Банк России ожидает плавного замедления темпов роста розничного кредитования, в том числе в связи с мерами, направленными на ограничение повышения долговой нагрузки населения в целом и отдельных заемщиков в частности, а также в связи с насыщением розничного кредитного рынка. В свою очередь постепенное смягчение ценовых условий кредитования в результате снижения ключевой ставки окажет поддержку стабильному росту корпоративного и ипотечного кредита. Неценовые условия кредитования будут смягчаться постепенно, отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке заемщиков и принятию рисков.

С учетом влияния всех указанных факторов кредитная активность в 2020–2022 гг. в целом продолжит увеличиваться темпами, соответствующими повышению платежеспособного спроса и не создающими рисков для ценовой стабильности (рис. 2.1.8). Долговая нагрузка экономики будет формироваться на уровнях, не создающих угроз для финансовой стабильности в экономике, плавно повышаясь (рис. 2.1.9, 2.1.10). Кре-

<sup>6</sup> В соответствии с бюджетным прогнозом Российской Федерации на период до 2036 года (Минфин России).



дит останется основным драйвером изменения денежного предложения, и темпы роста денежной массы в этих условиях будут близки к темпам роста требований к экономике (рис. 2.1.11).

**Платежный баланс.** Прогноз показателей платежного баланса учитывает фактические данные по основным компонентам платежного баланса с начала текущего года, предполагаемую траекторию цен на нефть и темпы прироста ВВП в 2019–2022 годах. В 2019 г. Банк России прогнозирует снижение профицита счета текущих операций до 83 млрд долл. США (в 2018 г.: 113 млрд долл. США) и уменьшение сальдо финансового счета по частному сектору до 40 млрд долл. США (в 2018 г.: 68 млрд долл. США). Принимая во внимание фактический приток средств иностранных инвесторов на рынок ОФЗ с начала года и успешные размещения российских еврооблигаций, отрицательное сальдо финансового счета государственного сектора (в знаках РПБб, то есть нетто-приток капитала) составит 20 млрд долл. США в 2019 г. после нетто-оттока капитала в 2018 г. в размере 9 млрд долл. США.

На среднесрочном прогнозном горизонте, несмотря на постепенное снижение цен на нефть и в целом небольшой рост физических объемов экспорта на фоне замедления мировой экономики, сальдо счета текущих операций платежного баланса будет устойчиво положительным: 3% ВВП в 2020 г. и около 1,5–2% ВВП в 2021–2022 гг. (в 2019 г.: 5% ВВП). Меры Правительства, направленные на стимулирование несырьевого экспорта, поддержат рост физических объемов экспорта, что смягчит эффект от предполагаемого снижения цен на нефть и замедления роста мировой экономики (рис. 2.1.12).

Сальдо финансового счета по частному сектору снизится с 2,5% ВВП в 2019 г.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.1.8

(вклад в годовой темп прироста, п.п.)

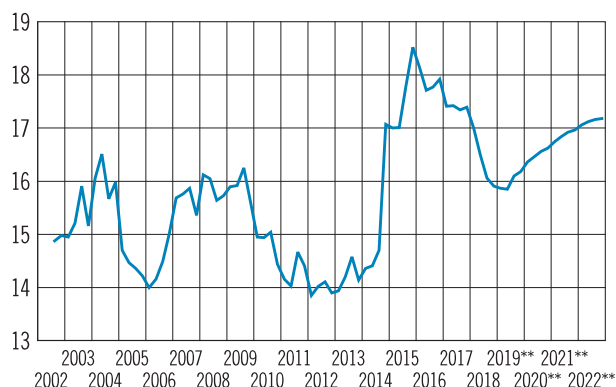


\* Прогноз. Декомпозиция приведена для темпа прироста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии. Источник: расчеты Банка России.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОРГАНИЗАЦИЙ

Рис. 2.1.9

(коэффициент обслуживания долга\*, % ВВП)

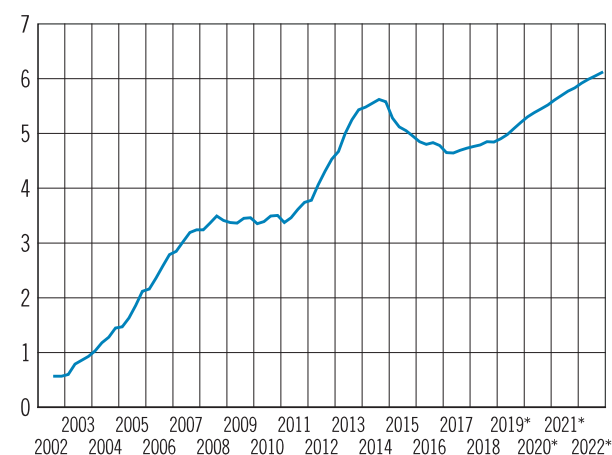


\* Коэффициент обслуживания долга рассчитан в соответствии с методологией, описанной в работе Донец С.А., Пономаренко А.А. Индикаторы долговой нагрузки. Деньги и кредит, №4, 2017. Значение за I квартал 2019 г. – оценка Банка России. \*\* Прогноз. Долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии. Источник: расчеты Банка России.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА НАСЕЛЕНИЯ

Рис. 2.1.10

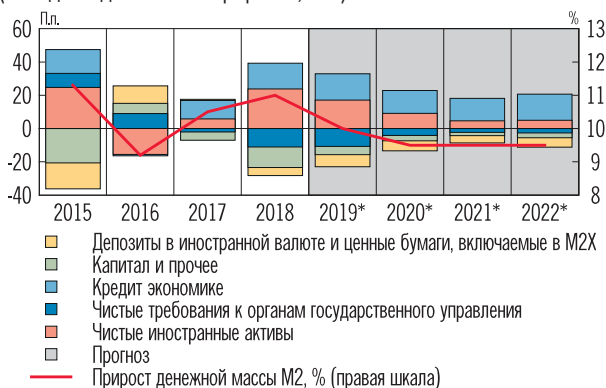
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



\* Прогноз. Долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии. Источник: расчеты Банка России.

**ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ДЕНЕЖНОЙ  
МАССЫ В НАЦИОНАЛЬНОМ  
ОПРЕДЕЛЕНИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ**  
(вклад в годовой темп прироста, п.п.)

Рис. 2.1.11

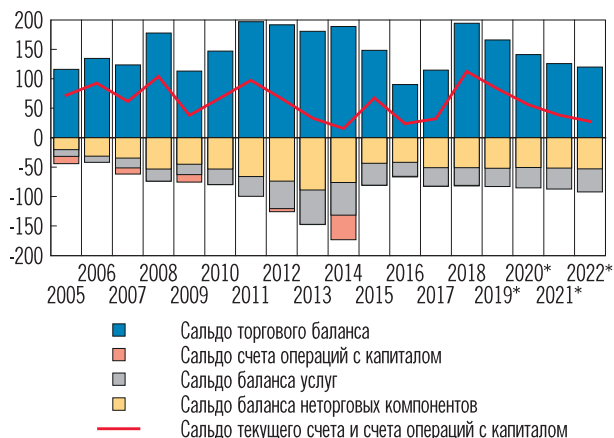


\* Прогноз. Декомпозиция приведена для темпа роста денежной массы в национальном определении, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии.

Источник: расчеты Банка России.

**ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ СЧЕТА ТЕКУЩИХ  
ОПЕРАЦИЙ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ**  
(млрд долл. США)

Рис. 2.1.12

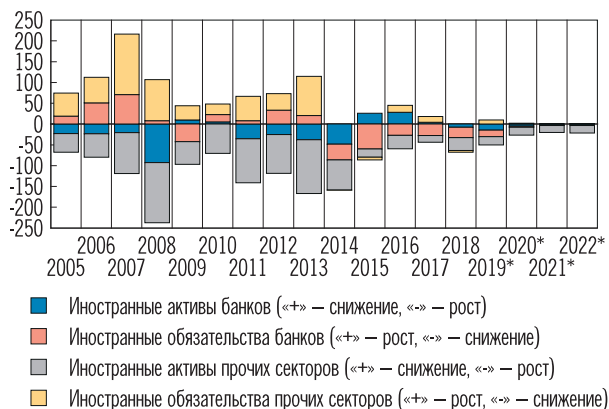


\* Прогноз.

Источник: расчеты Банка России.

**ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО  
СЧЕТА ПО ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ В БАЗОВОМ  
СЦЕНАРИИ**  
(млрд долл. США)

Рис. 2.1.13



\* Прогноз.

Источник: расчеты Банка России.

до примерно 1–1,5% в 2020–2022 гг. (в 2018 г.: 4% ВВП) на фоне снижения выплат по внешнему долгу и некоторого сокращения возможностей российских компаний по накоплению иностранных активов в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта (рис. 2.1.13).

В 2019–2022 гг. также продолжится пополнение международных резервов в рамках реализации механизма бюджетного правила. В прогнозе в том числе учитывается проведение отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке, которые завершатся в начале 2022 года.

## Факторы неопределенности прогноза

**Внешние условия.** С начала 2019 г. снижались проинфляционные риски, связанные с отдельными внешними факторами. Так, произошедший в начале года пересмотр вниз ожидаемых траекторий процентных ставок в США и еврозоне, а также снижение в июле базовой ставки ФРС США, наряду со смягчением риторики ФРС США и ЕЦБ, уменьшают риски значительного оттока капитала из стран с формирующимися рынками.

В то же время значимыми остаются прочие внешние риски. В частности, сохраняются риски того, что наблюдающееся с середины 2018 г. замедление экономического роста в большинстве ключевых экономик мира может оказаться более продолжительным и устойчивым, чем предполагается в базовом сценарии. Неблагоприятное влияние на темпы роста мировой экономики может оказать негативное развитие событий, связанное с рядом геополитических факторов, включая параметры и последствия возможного выхода Великобритании из Европейского союза (ЕС), а также развитие ситуации со взаимными внешнеторговыми-

ми ограничениями США и их ключевых торговых партнеров (в первую очередь Китая). Так, введение новых внешнеторговых ограничений, прежде всего между Китаем и США, может оказать негативное влияние на экономики развитых стран и СФР, включая Россию, как через ухудшение перспектив экономического роста за счет снижения внешнего спроса, так и посредством снижения спроса на рискованные активы и повышения риск-премий на фоне усиления волатильности на финансовых рынках. Ухудшение ситуации на финансовых рынках СФР в краткосрочной перспективе может создавать проинфляционные риски через динамику национальных валют и курсовых ожиданий. Однако в среднесрочной перспективе замедление роста мировой экономики в случае углубления торговых противоречий может носить в целом дезинфляционный характер для большинства экономик, в том числе СФР.

Источником неопределенности остается дальнейшая динамика цен на нефть. Под влиянием факторов преимущественно со стороны предложения может сохраняться их повышенная волатильность, в результате чего на прогнозном горизонте цены на нефть могут сложиться как ниже, так и выше базового сценария.

В этих условиях Банк России сохраняет консервативный подход к формированию предпосылок базового сценария в части внешних факторов и продолжает в дополнение к нему рассматривать сценарий с высокими ценами на нефть, а также рискованный сценарий, в предпосылки которого заложена реализация комбинации неблагоприятных внешних событий.

**Инфляционные ожидания.** Высокая чувствительность инфляционных ожиданий к повышению цен на отдельные товары и услуги, а также их незаякоренность остаются значимыми рисками отклонения инфляции вверх от базового прогноза.

### **Немонетарные факторы инфляции.**

На прогнозном горизонте динамика инфляции может также быть подвержена влиянию немонетарных факторов, в том числе оказывающих влияние на цены продовольственных товаров и на основные виды моторного топлива (см. раздел 1 и врезку в разделе 3 «Влияние немонетарных факторов на инфляцию»). Оказывая значимое влияние на динамику инфляции, немонетарные факторы при этом находятся вне сферы действия денежно-кредитной политики.

Банк России будет учитывать особенности ценообразования на рынках отдельных товаров и услуг, а также будет тесно взаимодействовать на экспертном уровне с Правительством Российской Федерации с целью разработки и реализации мер по снижению чувствительности динамики цен к действию немонетарных факторов.

### **Меры экономической политики Правительства Российской Федерации.**

Фактором неопределенности для перспектив экономического роста на прогнозном горизонте, в основном начиная с 2020 г., является масштаб и характер влияния комплекса запланированных мер бюджетной и структурной политики Правительства. Они будут зависеть от скорости и эффективности реализации намеченных изменений.

Бюджетная политика может оказать значимое влияние на динамику инфляции как на краткосрочном, так и на среднесрочном горизонте. Более поздняя, чем ожидалось, реализация ряда национальных проектов на фоне сезонного увеличения бюджетных расходов во втором полугодии текущего года может иметь проинфляционный эффект в конце 2019 – начале 2020 года.

Дополнительным фактором неопределенности является структура инвестирования ликвидной части средств ФНБ

сверх порогового уровня в 7% ВВП, установленного в Бюджетном кодексе (см. врезку «Об инвестировании средств Фонда национального благосостояния»). Достижение этого уровня, согласно базовому сценарию Банка России, произойдет в 2020 году.

Если развитие ситуации в 2020–2022 гг. будет отличаться от предположений Банка России, заложенных в базовый сценарий, и повышательное влияние наращивания государственных расходов на потребительский спрос будет существенно опережать влияние на производственный потенциал, то ускорение экономического роста может сопровождаться повышательным давлением на инфляцию.

При этом постепенное преодоление структурных ограничений в российской экономике может одновременно снизить чувствительность внутренних цен к отдельным внешним и внутренним факторам и оказать понижающее влияние на инфляцию в случае опережающего увеличения потенциальных темпов роста российской экономики. Это может произойти в результате снижения зависимости российской экономики от экспорта энергетических ресурсов, повышения уровня конкуренции, развития транспортной и логистической инфраструктуры.

Банк России продолжит уделять большое внимание оценке краткосрочных и долгосрочных эффектов планируемых налогово-бюджетных мер, уточняя масштаб и характер их влияния на экономику и инфляцию по мере их детализации и осуществления.

**Демографические тенденции.** На среднесрочную динамику инфляции и рост экономики могут оказать влияние ожидаемые демографические тенденции. Продолжение сокращения численности экономически активного населения

в ближайшие годы вследствие текущей возрастной структуры населения будет оставаться фактором, ограничивающим потенциальный темп экономического роста в 2020–2022 гг., даже с учетом положительного вклада от повышения пенсионного возраста. Дефицит предложения на рынке труда может отразиться в динамике заработных плат и потребления домашних хозяйств и оказать повышательное давление на инфляцию. В то же время влияние фактора демографии на потенциальный выпуск и инфляцию может быть смягчено в случае, если сокращение численности экономически активного населения России будет существенно компенсировано за счет повышения гибкости рынка труда, сокращения непроизводительных рабочих мест, а также иммиграции из других стран. При этом на миграционные потоки будет влиять не только миграционная политика Правительства, но и в целом привлекательность экономики России для иностранной рабочей силы по сравнению с другими странами.

**Прочие факторы.** По оценке Банка России, умеренными на прогнозном горизонте остаются риски, связанные с динамикой заработных плат, цен на отдельные продовольственные товары, а также с возможными изменениями в потребительском поведении.

## 2.2. СЦЕНАРИЙ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ

### Предпосылки прогноза

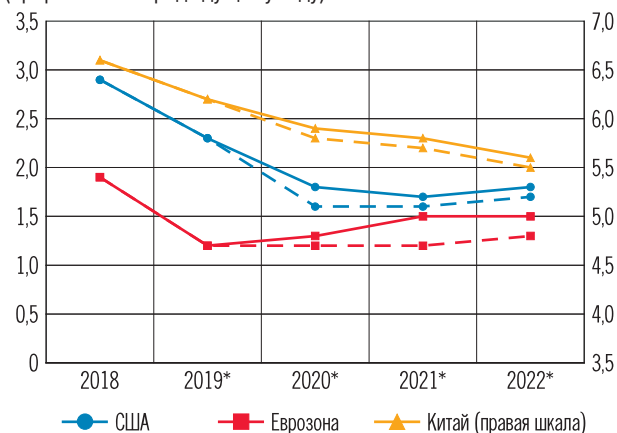
**Рост мировой экономики.** Ключевым отличием сценария с высокими ценами на нефть от базового сценария являются более высокие темпы роста мировой экономики на среднесрочном прогнозном горизонте (рис. 2.2.1). Так, в сценарии с высокими ценами на нефть Банк России исходит из предпосылки о не-

большом снижении темпов мирового экономического роста только в 2019–2020 годах. Вместе с тем начиная с 2021 г. в сценарии предполагается постепенное восстановление мировых темпов экономического роста по мере разрешения торговых противоречий между крупнейшими экономиками мира и подстройкой мировой экономики к изменившимся условиям международной торговли, а также на фоне положительного воздействия возможных стимулирующих макроэкономических и структурных мер в Китае, еврозоне и США.

**Цена на нефть.** В отличие от базового сценария в сценарии с высокими ценами на нефть мировые цены на нефть постепенно сходятся к уровню 75 долл. США за баррель к началу 2021 г. и остаются вблизи этого уровня в дальнейшем (рис. 2.2.2). Такая траектория обусловлена в данном сценарии не только более высокими темпами роста мировой экономики, способствующими устойчивому росту спроса на нефть, но и действием факторов со стороны предложения энергоносителей. Сдержанный рост предложения на рынке нефти в сценарии может быть связан с более значительными ограничениями добычи в рамках договоренностей ОПЕК+ по сравнению с базовым сценарием, с большим снижением добычи в Иране из-за действия санкций, а также с более значительным и затяжным падением добычи в Венесуэле на фоне продолжающегося в стране экономического и политического кризиса.

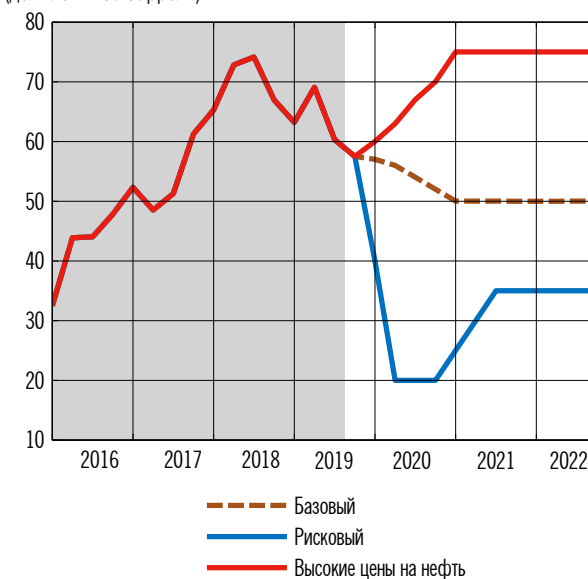
**Прочие предпосылки.** В условиях более высоких цен на нефть усилится инфляционное давление со стороны издержек в реальном секторе экономики в странах – импортерах нефти (рис. 2.2.3), в результате чего предполагаемые траектории процентных ставок в развитых странах будут выше, чем в базовом сценарии. Так, в сценарии с высокими це-

ПОКАЗАТЕЛИ РОСТА ВВП В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ МИРА В СЦЕНАРИИ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ (прирост в % к предыдущему году) Рис. 2.2.1



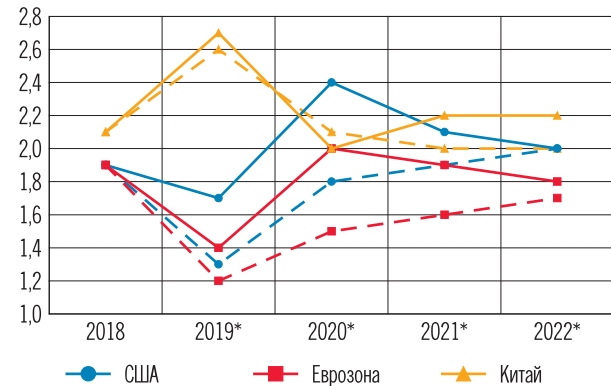
\* Прогноз. Пунктирная линия – базовый сценарий.  
Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ\* В ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ СЦЕНАРИЯХ (долл. США за баррель) Рис. 2.2.2



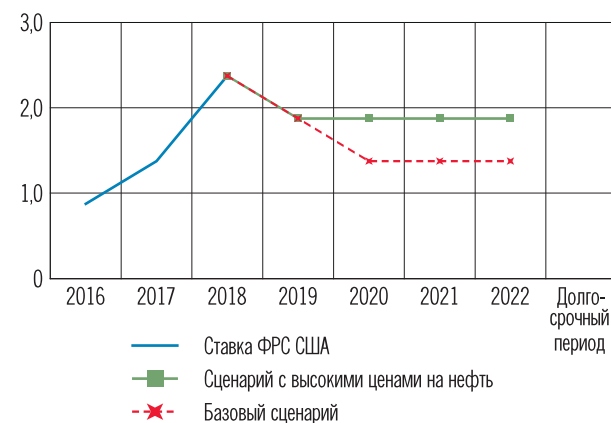
\* Номинальная цена на нефть марки Urals.  
Источник: расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ В КРУПНЕЙШИХ  
ЭКОНОМИКАХ МИРА В СЦЕНАРИИ  
С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ  
(в % год к году на конец периода) Рис. 2.2.3



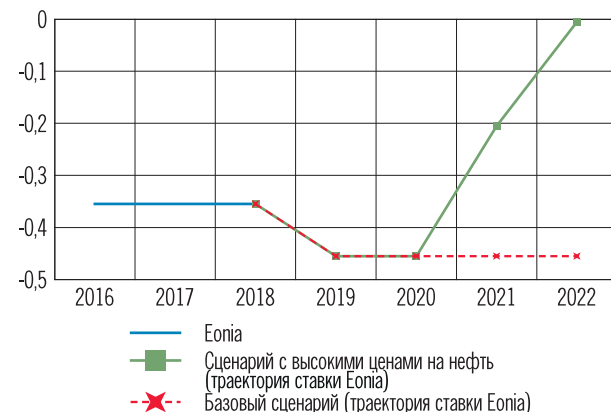
\* Прогноз. Пунктирная линия – базовый сценарий.  
Примечание: для США прогнозируется PCE Price Index, для еврозоны – HICP, для Китая – CPI.  
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

ТРАЕКТОРИЯ СТАВКИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ  
ФОНДАМ ФРС США В СЦЕНАРИИ  
С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ  
(в % годовых) Рис. 2.2.4



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, ФРС США, Bloomberg.

ТРАЕКТОРИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК  
В ЕВРОЗОНЕ В СЦЕНАРИИ  
С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ  
(в % годовых) Рис. 2.2.5



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

нами на нефть Банк России закладывает одно снижение базовой ставки ФРС США до конца 2019 г. и ее сохранение на неизменном уровне в дальнейшем (рис. 2.2.4). Что касается траектории процентных ставок в еврозоне, то в сценарии с высокими ценами на нефть Банк России предполагает их небольшое снижение в 2019 г. и начало повышения в первой половине 2021 г. (рис. 2.2.5).

Прочие внешние и внутренние предпосылки в сценарии с высокими ценами на нефть в основном совпадают с базовым сценарием.

Также в сценарии с высокими ценами на нефть вклад нефтегазового налогового маневра в динамику годовой инфляции в 2019–2022 гг. будет небольшим положительным в отличие от базового сценария.

### Среднесрочный прогноз

**Инфляция.** Прогноз инфляции в рамках сценария с высокими ценами на нефть в целом близок к базовому прогнозу. Более быстрое расширение внутреннего спроса, чем в базовом сценарии, вместе с вкладом нефтегазового налогового маневра окажут небольшое повышательное давление на инфляцию в 2019–2020 годах. Влияние этих факторов на инфляцию будет отчасти компенсировано понижающим эффектом переноса курсовой динамики, так как рубль, по оценкам Банка России, будет несколько крепче, чем в базовом сценарии. В этих условиях с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция в 2019 г. будет находиться в том же интервале, что и в базовом сценарии, и в 2020–2022 гг. будет складываться вблизи 4% (рис. 2.2.6).

В то же время дополнительным фактором неопределенности прогноза в сценарии с высокими ценами на нефть по сравнению с базовым сценарием яв-

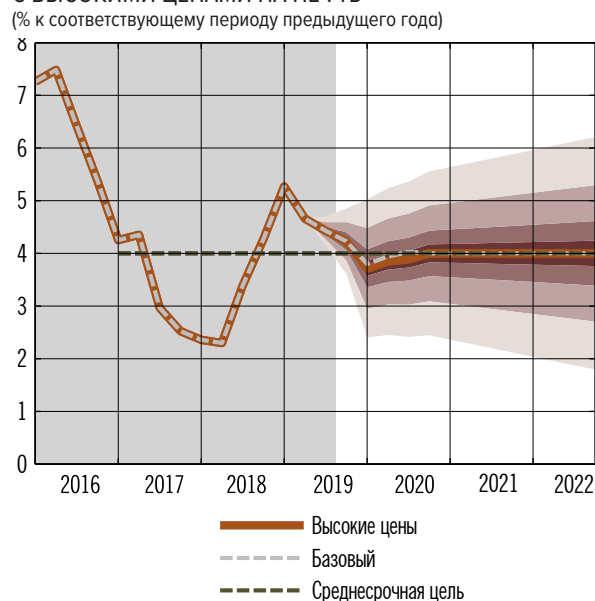
ляется возможное инфляционное давление со стороны цен на нефтепродукты в условиях сохранения высоких мировых цен на нефть. Масштаб этого давления будет зависеть не только от ценовой политики нефтяных компаний, но и от эффективности действующего механизма возвратных акцизов и иных возможных мер государственного регулирования, направленных на сглаживание ценовой динамики на рынке нефтепродуктов.

**Экономика.** Темпы роста российской экономики в 2020–2022 гг. в сценарии с высокими ценами на нефть сложатся несколько выше, чем в базовом сценарии (рис. 2.2.7). Это преимущественно связано с более благоприятными внешними условиями на прогнозном горизонте. Повышение цен на нефть и в целом более высокие, чем в базовом сценарии, темпы роста мировой экономики окажут дополнительную поддержку деловым настроениям, потребительской и инвестиционной активности.

Вместе с тем действие бюджетного правила на среднесрочном прогнозном горизонте будет сглаживать влияние колебаний цен на нефть на внутренние экономические условия. Так, в 2021–2022 гг. динамика цен на нефть не будет оказывать значимого дополнительного влияния на темпы роста российской экономики, так как в эти годы и в сценарии с высокими ценами на нефть, и в базовом сценарии цена на нефть остается неизменной.

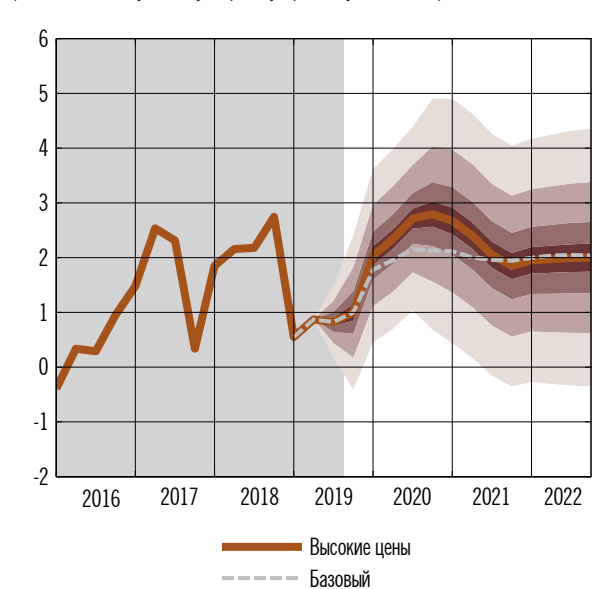
**Денежно-кредитная политика.** В отличие от базового сценария в сценарии с высокими ценами на нефть проинфляционные факторы будут несколько преобладать над дезинфляционными. Это преимущественно связано с более высокими темпами роста мировой и российской экономики, влияющими на деловые, инвестиционные и потребительские настроения. В этих условиях траектория

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ (рис. 2.2.6)



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

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ (рис. 2.2.7)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятность 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.

ключевой ставки в сценарии с высокими ценами на нефть сложится несколько выше, чем в базовом сценарии, что обеспечит сохранение годовой инфляции на цели Банка России – вблизи 4% – на всем прогнозном горизонте.

#### **Денежно-кредитные показатели.**

В рамках сценария с высокими ценами на нефть денежно-кредитные условия в целом не будут существенно отличаться от денежно-кредитных условий в базовом сценарии. При этом динамика кредитных и денежных агрегатов в сценарии в целом будет близка к уровням базового сценария и не будет формировать рисков для ценовой и финансовой стабильности. Небольшое различие будет наблюдаться в темпах прироста требований банковской системы к экономике на прогнозном горизонте. Они сложатся чуть выше, чем в базовом сценарии, следуя за динамикой доходов, которые будут расти быстрее на фоне более благоприятных внешних условий. В том числе более плавным будет замедление роста розничного кредитования. Кроме того, под влиянием более быстрого увеличения чистых иностранных активов банковской системы темп прироста денежной массы на прогнозном горизонте может быть несколько выше темпов прироста требований к экономике и, соответственно, выше, чем в базовом сценарии.

**Платежный баланс.** Отличие показателей платежного баланса от базового сценария связано с выраженным положительным влиянием более высоких мировых цен на нефть в условиях более высоких, чем в базовом сценарии, темпов роста мировой экономики на стоимостные объемы экспорта в 2020–2022 годах. Отклонение от базового сценария больше начиная с 2020 г., когда увеличивается различие в предпосылках по мировым ценам на нефть и росту мировой экономики между сценариями. Сальдо

счета текущих операций в 2020–2022 гг. превысит уровень базового сценария и составит около 5–6% ВВП. Сальдо финансового счета по частному сектору также сложится несколько выше, чем в базовом сценарии: оно составит около 1,5–2,0% ВВП в 2020–2022 годах. Этому будет способствовать несколько большее расширение иностранных активов российских компаний и банков в условиях более существенного роста доходов от экспорта. В сценарии с высокими ценами на нефть также происходит более значительное увеличение международных резервов по сравнению с базовым сценарием за счет большего объема покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила.

## **2.3. РИСКОВЫЙ СЦЕНАРИЙ**

### **Предпосылки прогноза**

**Внешние условия.** Рисковый сценарий предполагает значительное ухудшение внешних условий на всем прогнозном горизонте, начинающееся в I квартале 2020 года. В основе такого развития событий лежит гораздо более существенное, чем в базовом сценарии, снижение темпов роста мировой экономики, носящее характер выраженной циклической рецессии с отложенным восстановлением, отчасти спровоцированной торговыми спорами (рис 2.3.1). Замедление мирового экономического роста будет сопровождаться значительным усилением волатильности на мировых финансовых рынках, снижением глобальной склонности к риску, а также резким и глубоким падением мировых цен на нефть. Так, в рисковом сценарии предполагается снижение мировых цен на нефть до 25 долл. США за баррель в 2020 г. (в наиболее острой фазе кризиса – до 20 долл. США за баррель) за счет значительного сокращения спроса на энергоносители в мире и существен-

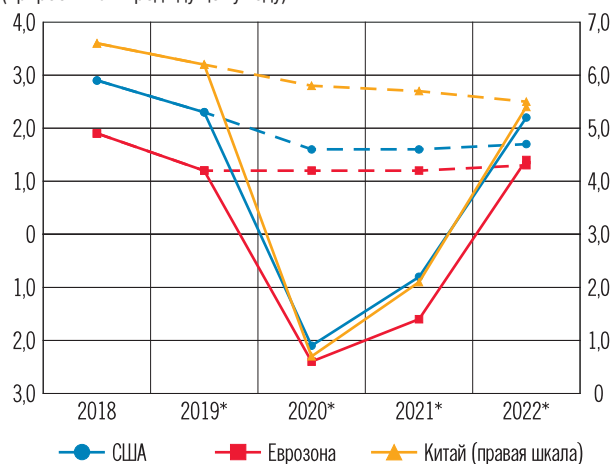


ного ухудшения ожиданий относительно перспектив роста мировой экономики. При этом в 2021–2022 гг. дальнейшее закрепление мировых цен на нефть на низком уровне (около 30–35 долл. США за баррель) предполагает действие факторов со стороны предложения, в частности ухудшение координации добычи нефти в рамках ОПЕК+ при значительном росте добычи вне ОПЕК.

В условиях существенного снижения темпов роста мировой экономики и падения цен на нефть в рисковом сценарии также происходит ослабление инфляционного давления в США и еврозоне в 2020 г. (рис. 2.3.2). С учетом этого Банк России закладывает в рисковый сценарий значительное смягчение денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ. Так, в рисковом сценарии предполагается снижение базовой ставки ФРС США практически до нуля к концу 2020 г. и ее сохранение на неизменном уровне в дальнейшем (рис. 2.3.3). В еврозоне предполагаемая траектория процентных ставок аналогична базовому сценарию (рис. 2.3.4), но предполагается, что ЕЦБ резко расширит применение инструментов нетрадиционной денежно-кредитной политики.

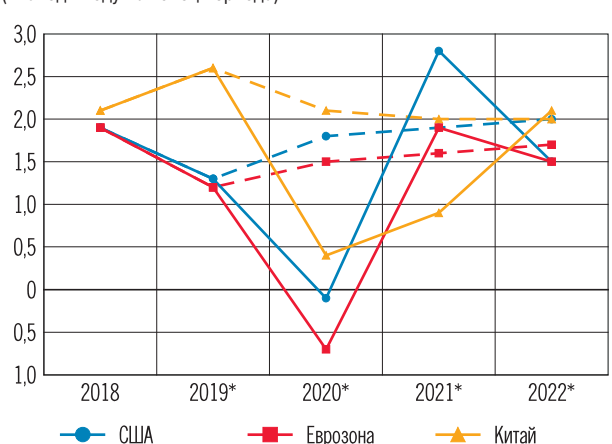
Такое серьезное изменение внешних условий может весьма негативно отразиться на СФР, в том числе и на России. В рисковом сценарии российская экономика, как и экономики других СФР, может столкнуться с ухудшением перспектив экономического роста, существенным ростом премии за страновой риск и увеличением оттока капитала. Дополнительным фактором, увеличивающим масштаб оттока капитала, может стать дополнительно предполагаемое в рамках рискового сценария дальнейшее усиление геополитической напряженности. В то же время действие бюджетного правила будет сглаживать влияние ухудшения усло-

ПОКАЗАТЕЛИ РОСТА ВВП В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ МИРА В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ (прирост в % к предыдущему году) Рис. 2.3.1



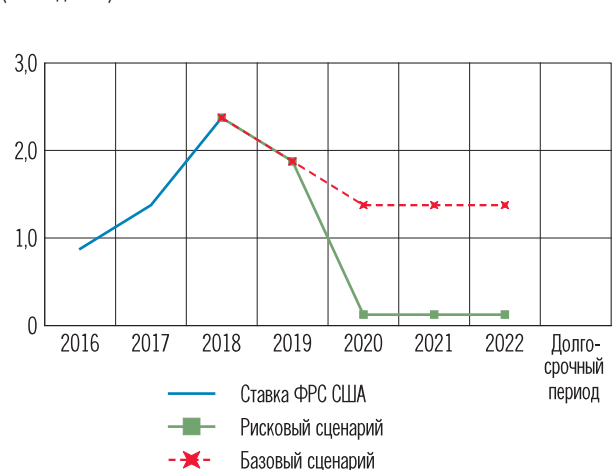
\* Прогноз. Пунктирная линия – базовый сценарий.  
Источник: расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ МИРА В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ (в % год к году на конец периода) Рис. 2.3.2



\* Прогноз. Пунктирная линия – базовый сценарий.  
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

ТРАЕКТОРИЯ СТАВКИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ ФРС США В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ (в % годовых) Рис. 2.3.3



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, ФРС США, Bloomberg.

### ТРАЕКТОРИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В ЕВРОЗОНЕ В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ (в % годовых)

Рис. 2.3.4

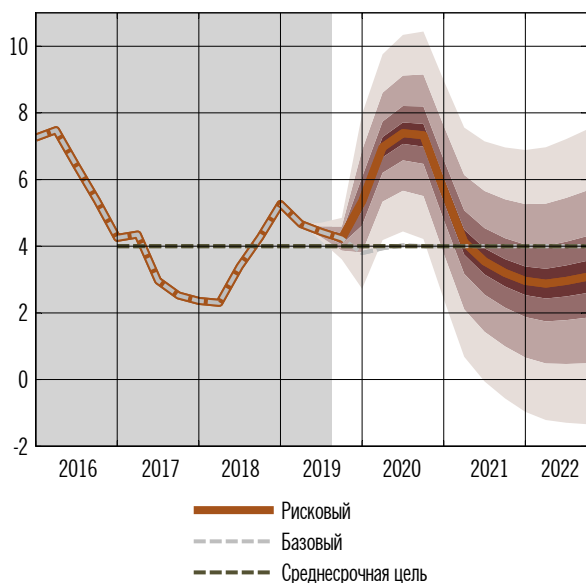


Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

### ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.3.5

(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятность реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности.

Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции.

Источник: расчеты Банка России.

вий торговли на государственные финансы, экономику и валютный курс.

### Среднесрочный прогноз

**Инфляция.** Прогноз инфляции в рисковом сценарии предполагает краткосрочное, но значительное повышение годовой инфляции до 7,0–8,0% в 2020 г. (в 2019 г.: 4,0–4,5%). Основными факторами этого станут ослабление рубля и рост курсовых и инфляционных ожиданий. При этом с учетом снижения чувствительности внутренних цен к изменениям внешних факторов, в том числе в условиях последовательного проведения политики таргетирования инфляции и процессов импортозамещения, темпы роста цен в 2020 г. будут существенно ниже, чем в эпизоде кризиса 2014–2015 годов. С учетом своевременной реакции денежно-кредитной политики годовая инфляция начнет снижаться во второй половине 2020 г. и приблизится к 4% в начале 2021 года. Однако в условиях укрепления рубля после его значительного ослабления в начале 2020 г. годовая инфляция будет сохраняться несколько ниже 4% в 2021–2022 гг. и начнет возвращаться к цели ближе к концу прогнозного горизонта (рис. 2.3.5).

**Экономика.** Предполагаемое в рамках рисковом сценария ухудшение внешних условий с начала 2020 г. (в том числе заметное снижение внешнего спроса) станет причиной экономического спада в 2020 г., в результате которого темп прироста ВВП по итогам 2020 г. составит (-1,5)–(-2,0)% после 0,8–1,3% в 2019 году. При этом вклад в снижение выпуска внесут динамика потребления, инвестиций и экспорта. В 2021–2022 гг. по мере адаптации к изменившимся внешним условиям экономика перейдет к восстановительному росту и в 2021 г. вырастет на 1,0–2,0%, а в 2022 г. – на 3,5–4,5% (рис. 2.3.6). В то же время сдержанной

на всем прогнозном горизонте останется динамика экспорта на фоне медленного восстановления мировой экономики.

Поддержку динамике экономической активности на прогнозном горизонте окажет бюджетная политика. Так, в 2020–2022 гг. вследствие предполагаемого в рисковом сценарии ослабления рубля произойдет увеличение базовых нефтегазовых доходов федерального бюджета, что, согласно механизму бюджетного правила, приведет к увеличению расходов федерального бюджета (по сравнению с 2019 г.), финансируемых за счет средств ФНБ в условиях падения мировых цен на нефть ниже цены отсечения в 40 долл. США за баррель в реальном выражении. Кроме того, продажи иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила в условиях снижения мировых цен на нефть ниже цены отсечения будут сглаживать влияние данного фактора на внутренний валютный рынок и динамику потребительских цен.

**Денежно-кредитная политика.** В рисковом сценарии траектория ключевой ставки будет выше, чем предполагается в базовом сценарии, в основном на краткосрочном горизонте. Своевременная реакция денежно-кредитной политики и соответствующая этому подстройка денежно-кредитных условий позволят ограничить длительность и масштаб отклонения инфляции вверх от 4%.

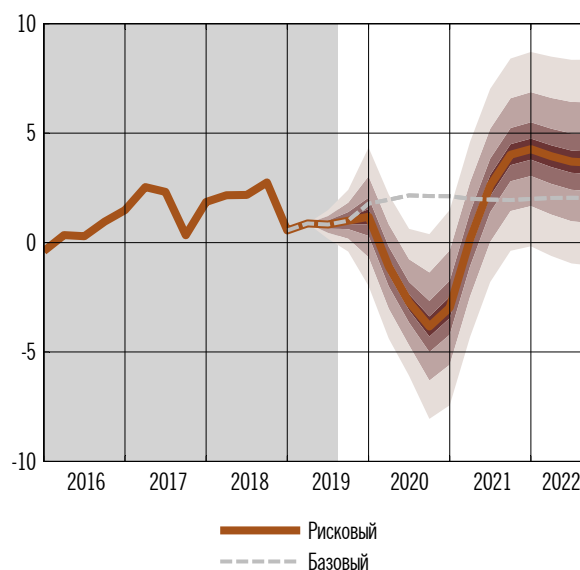
**Денежно-кредитные показатели.** Значительное снижение внутреннего и внешнего спроса в рисковом сценарии приведут к временному замедлению роста кредитных и денежных агрегатов на прогнозном горизонте.

В 2020–2021 гг. замедлятся темпы прироста требований банковской системы к экономике в целом. При этом динамика требований банковской системы к организациям и населению в указанный

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП  
В РИСКОВОМ СЦЕНАРИИ

Рис. 2.3.6

(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятность 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.

период будет различаться. Так, в 2020 г. основной вклад в замедление прироста требований банковской системы к экономике внесет снижение розничного кредитования. При этом в условиях временного сокращения доходов домашних хозяйств и повышения их склонности к сбережению опережающими темпами будет снижаться потребительское кредитование, демонстрирующее большую чувствительность к колебаниям экономического цикла. В свою очередь ускорение темпа прироста требований банковской системы к организациям в 2020 г. будет в большей мере отражать валютную переоценку кредитов предприятиям на фоне предполагаемого в рисковом сценарии ослабления рубля, замещение предприятиями внешних источников финансирования внутренними, а также эффект низкой базы 2019 года. В 2021 г. в рисковом сценарии начнется восстановительный рост розничного кредитования, но замедлится рост корпоративного кредитования с учетом характерной для данного сегмента рынка запаздывающей реакции на изменение экономической конъюнктуры.

В свою очередь замедление кредитования в рисковом сценарии приведет к снижению темпов роста денежной массы в 2020–2021 гг., несмотря на возможный положительный вклад в ее рост со стороны бюджетной политики за счет использования средств ФНБ для компенсации выпадающих нефтегазовых доходов в рамках механизма бюджетного правила.

В 2022 г. по мере исчерпания влияния на российскую экономику предполагаемого ухудшения внешних условий темпы роста денежно-кредитных показателей в рисковом сценарии приблизятся к значениям базового сценария.

**Платежный баланс.** Значительное ухудшение внешних условий в начале 2020 г., предполагаемое в рисковом сценарии, окажет влияние на динамику показателей платежного баланса в 2020–2022 годах. Так, в условиях замедления мировой экономики и падения мировых цен на нефть снизится сальдо счета текущих операций – примерно с 5% в 2019 г. до 1,5% ВВП в 2020 году. В 2021–2022 гг. оно стабилизируется на уровнях около 0,5% ВВП, оставаясь при этом положительным на всем прогнозном горизонте. В свою очередь существенное снижение глобального спроса на риск и усиление геополитической напряженности приведут к тому, что сальдо финансового счета по частному сектору в 2020 г. сохранится значительным и составит 45 млрд долл. США (примерно 4% ВВП). Основной вклад в него на горизонте 2020 г. внесет сокращение внешних обязательств банков и прочих секторов экономики. Дальнейшему снижению сальдо финансового счета по частному сектору до примерно 2% ВВП в 2021 г. и его стабилизации на уровне около 1% ВВП в 2022 г. будет способствовать постепенная адаптация экономики к изменившимся внешним условиям, а также предполагаемое в рисковом сценарии устойчивое сокращение счета текущих операций на прогнозном горизонте.

В рисковом сценарии также предполагается снижение международных резервов России в 2020–2022 гг. за счет продажи иностранной валюты в рамках бюджетного правила вследствие снижения мировых цен на нефть ниже цены отсечения в 40 долл. США за баррель в реальном выражении.

## Об инвестировании средств Фонда национального благосостояния

Бюджетное правило – важный элемент макроэкономической политики, снижающий чувствительность российской экономики к колебаниям мировых цен на нефть. Его параметры являются одной из ключевых предпосылок для формирования макроэкономического прогноза и условий реализации денежно-кредитной политики на среднесрочном горизонте. Предсказуемость и прозрачность механизма реализации бюджетного правила на предстоящие годы – как в части параметров, определяющих накопление и расходование ресурсов ФНБ, так и в части механизмов и направлений инвестирования средств ФНБ – существенны для решений Банка России по денежно-кредитной политике.

При сохранении цены на нефть выше цены отсечения в 2020 г. ликвидная часть ФНБ превысит 7% ВВП. Согласно Бюджетному кодексу, это даст Правительству возможность (но не обязанность) размещать сумму превышения – частично или полностью – в иные финансовые активы помимо традиционного портфеля ликвидных валютных инструментов с низким уровнем риска.

В связи с этим возникает вопрос о том, каким образом в предстоящие годы могут быть диверсифицированы финансовые активы ФНБ, а также об оценке макроэкономических последствий и целесообразности такой диверсификации. Эта неопределенность может быть фактором риска при реализации денежно-кредитной политики.

В конфигурации, действующей с 2017 г., бюджетное правило продемонстрировало свою способность обеспечить существенное снижение зависимости обменного курса, инфляции и темпов роста экономики от цены нефти. Тем самым бюджетное правило повышает стабильность и предсказуемость ключевых макроэкономических показателей, снижает риски проведения проциклической бюджетной политики, а также поддерживает устойчивость государственных финансов в долгосрочной перспективе. Действующая конфигурация бюджетного правила является базой для оценки иных вариантов его реализации.

Ниже рассматриваются макроэкономические последствия следующих сценариев решений об инвестировании ликвидной части средств ФНБ, превышающих 7% ВВП (далее – сумма превышения):

1. Расширение круга валютных финансовых инструментов, в которые инвестируется сумма превышения.
2. Инвестирование всей суммы превышения в связанные валютные кредиты иностранным контрагентам. На эти кредиты закупается продукция и услуги российских компаний.
3. Инвестирование всей суммы превышения в рублевые активы в России.
4. Инвестирование фиксированной части (в абсолютном выражении или процентном соотношении к ВВП) от суммы превышения в связанные валютные кредиты иностранным контрагентам.
5. Инвестирование фиксированной части (в стоимостном выражении или процентном соотношении к ВВП) от суммы превышения в рублевые активы в России.

**Расширение круга валютных финансовых инструментов.** Добавление финансовых активов с более высоким уровнем риска, которые не влияют на российские активы и экономику, сохранит эффективность бюджетного правила и может повысить общую доходность инвестирования средств ФНБ, но снизит ликвидность и повысит волатильность цен на активы, а также увеличит кредитные риски. Такие активы могут включать в себя иностранные ценные бумаги (в том числе акции) с повышенным уровнем кредитного риска, а также несвязанные кредиты иностранным заемщикам. В последнем случае, однако, эти активы, скорее всего, будут малоликвидны и более рискованны по сравнению с иностранными рыночными финансовыми инструментами.

**Инвестирование всей суммы превышения в связанные валютные кредиты иностранным контрагентам.** Данный вариант ведет к частичному или полному отказу от привязки к базовой цене нефти и потере преимуществ от действия бюджетного правила. Это происходит из-за того, что на валютные кредиты получатели покупают продукцию российских компаний, что влечет за собой продажу валюты за рубли в объеме, сопоставимом с величиной полученных кредитов. В результате соответствующим образом изменится курс рубля, а вместе с ним и другие макроэкономические показатели. Поскольку величина превышения ликвидной частью средств ФНБ 7% ВВП каждый год определяется нефтегазовыми доходами, а те, в свою очередь, ценой нефти, курс рубля и другие макроэкономические показатели восстановят зависимость от колебаний нефтяных цен. В результате макроэкономи-

ческая неопределенность усилится, что осложнит реализацию инвестиционных проектов и бизнес-планирование. Хотя в краткосрочной перспективе можно ожидать некоторого повышения темпов роста ВВП благодаря такому инвестированию, в дальнейшем экономический рост замедлится (если объемы новых связанных кредитов не будут постоянно расти, что возможно лишь в случае устойчивого роста цены нефти). В среднесрочной перспективе темпы роста экономики могут стать даже ниже тех, которые наблюдаются при действующем механизме бюджетного правила. Это произойдет, если негативный эффект от увеличения волатильности курса и общей макроэкономической неопределенности перевесит возможный положительный вторичный эффект от роста экспортных заказов на российских предприятиях, закрепившихся на внешних рынках благодаря связанным кредитам. Что касается инфляции, то ее динамика станет гораздо более волатильной и зависящей от динамики цен нефти.

**Инвестирование всей суммы превышения в рублевые активы внутри России.** По своим макроэкономическим последствиям этот вариант весьма похож на второй сценарий. При рублевом инвестировании Банк России «зеркалирует» операции ФНБ по конвертации валюты в рубли, продавая валюту на рынке, либо накопление сверх 7% ВВП изначально происходит на счетах ФНБ в рублях. В случае значительного превышения фактической ценой нефти цены отсечения по бюджетному правилу рубль укрепится. При снижении цены нефти рубль ослабится. Соответственно, такие же перепады будут происходить в динамике инфляции.

В результате при сильных колебаниях цен нефти реализация политики таргетирования инфляции во втором и третьем сценариях будет затруднена. Бюджетная политика восстановит тот выраженный проциклический характер, который наблюдался до введения бюджетного правила. Она будет избыточно ускорять рост экономики в период благоприятной конъюнктуры и усиливать сжатие экономической активности в период спада. Соответственно, это потребует от Банка России гораздо более значительных изменений направленности денежно-кредитной политики и, соответственно, ключевой ставки для возвращения инфляции к цели.

**Инвестирование фиксированной части от суммы превышения в связанные валютные кредиты или в рублевые активы в России.** В четвертом и пятом сценариях устанавливается потолок ежегодного инвестирования ликвидных средств ФНБ сверх 7% ВВП (может быть определен или в абсолютном выражении, или как процент ВВП). Содержательно это в значительной мере аналогично разовому повышению цены отсечения в бюджетном правиле (сверх уже происходящей ежегодной индексации на 2%).

В этих сценариях колебания макроэкономических показателей (валютного курса, инфляции, экономической активности) из-за свойственной цене нефти высокой волатильности возрастут по сравнению с действующим бюджетным правилом, но будут ниже, чем во втором и третьем сценариях. Рост волатильности произойдет из-за того, что в периоды, когда дополнительные нефтегазовые доходы бюджета будут меньше установленного потолка, объем инвестиций за счет средств ФНБ будет сокращаться.

При этом масштаб изменений макроэкономических показателей будет тем больше, чем **большой** объем средств ФНБ будет направлен на инвестирование в связанные валютные кредиты или в рублевые активы в России.

И в четвертом, и в пятом сценариях рубль, вероятно, несколько укрепится в год запуска нового механизма инвестирования или даже с упреждением. Прямой положительный эффект от инвестирования на темпы роста ВВП будет иметь место лишь в первый год, так как в дальнейшем объем инвестируемых из ФНБ средств будет оставаться постоянным (и только при условии стабильной цены нефти). Косвенный долгосрочный положительный эффект, связанный с влиянием поддержанных за счет средств ФНБ проектов на темпы роста потенциального ВВП, зависит от эффективности отбора и реализации проектов и в любом случае проявится со значительной задержкой, вызванной временем, требующимся на реализацию проектов. Помимо роста волатильности, негативные последствия четвертого и пятого сценариев связаны с более существенным ухудшением макроэкономических показателей в случае значительного падения цен нефти (по сравнению с действующим механизмом бюджетного правила). В результате устойчивость экономики к падению цен нефти снизится.

Разница между четвертым и пятым сценариями незначительна. В четвертом сценарии временные лаги между инвестированием средств и макроэкономическими эффектами, вероятно, будут длиннее, чем в пятом. В остальном среднесрочный эффект на экономику в этих сценариях будет зависеть от сравнительного качества отбора и реализации экспортных проектов и проектов внутри страны.

В четвертом и пятом сценариях большая уверенность экономических агентов в стабильности макроэкономических условий (по сравнению со вторым и третьим сценариями) создаст предпосылки для ускорения роста потенциального ВВП при условии эффективного инвестирования средств ФНБ и бюджетных расходов в целом. Вместе с тем при низкой эффективности инвестирования потенциальный рост может не ускориться.

**Последствия для ДКП.** Сравнивая все сценарии между собой с точки зрения последствий для денежно-кредитной политики, важно отметить, что действующий механизм бюджетного правила наряду с подходом первого сценария способны эффективно выполнять стабилизирующую роль для российской экономики и дадут возможность Банку России следовать денежно-кредитной политике, заложенной в базовый сценарий прогноза. Из остальных вариантов четвертый и пятый будут иметь меньшие последствия для условий проведения денежно-кредитной политики, чем второй и третий.

Возможны и другие подходы к инвестированию суммы превышения средств ФНБ, для каждого из которых необходимо учитывать весь комплекс макроэкономических последствий. Для Банка России очень важна возможность заблаговременно оценить эти последствия, чтобы иметь достаточное время (сопоставимое с горизонтом действия мер денежно-кредитной политики) для адаптации денежно-кредитной политики к изменениям, если таковые будут происходить.

Бюджетное правило доказало свою действенность. Важно и в будущем сохранить его как ключевой элемент макроэкономической политики, который поддерживает стабильность государственных финансов и экономики в целом.

## 3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ 2018 ГОДА И В 2019 ГОДУ

### 3.1. РЕШЕНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ БАНКА РОССИИ

#### Упреждающее повышение ключевой ставки в сентябре- декабре 2018 года

После снижения до исторических минимумов в первом полугодии 2018 г. годовая инфляция постепенно возвращалась к цели и составила 4,3% по итогам 2018 года. При этом в начале 2019 г. прогнозировалось ее дальнейшее повышение ввиду реализации ряда проинфляционных факторов во второй половине 2018 года. Чтобы ограничить масштаб возможного влияния данных факторов и предотвратить устойчивое закрепление инфляции на уровне, существенно превышающем цель Банка России, Совет директоров Банка России принял решение упреждающе повысить ключевую ставку в сентябре и декабре 2018 г. в совокупности на 50 б.п., до 7,75% годовых.

Одним из проинфляционных факторов, повлиявших на динамику инфляции и инфляционных ожиданий в конце 2018 г., было снижение курса рубля. Ослабление национальной валюты во второй половине 2018 г., как и валют других стран с формирующимися рынками, во многом было вызвано существенным усилением волатильности на глобальных финансовых рынках. На фоне нормализации денежно-кредитной политики крупнейших центральных банков произошел рост доходностей в развитых странах, что вместе с проявлением накопленных ранее макроэкономических дисбалансов в отдельных странах с формирующимися рынками (СФР) привело к оттоку капита-

ла из СФР. Кроме того, некоторую роль в повышении волатильности на мировых финансовых рынках играло усиление международных торговых противоречий. На российский финансовый рынок дополнительное влияние также оказывали геополитические факторы и в некоторой степени – снижение цен на нефть в конце 2018 года.

Значительный вклад в ускорение инфляции внесло повышение НДС с 1 января 2019 г., о чем было заявлено в середине 2018 года. Подстройка цен к предстоящему изменению НДС началась уже в конце 2018 года. При этом, по оценкам Банка России, интервал возможного совокупного вклада повышения НДС в инфляцию в 2018–2019 гг. был достаточно широким – от 0,6 до 1,5 процентного пункта<sup>1</sup>. Масштаб переноса повышения НДС в цены во многом зависел от реакции производителей и потребителей, в том числе от изменения инфляционных ожиданий и реализации возможных вторичных эффектов.

На фоне ослабления рубля и ожидаемого роста ставки НДС инфляционные ожидания предприятий и населения заметно увеличились, что отражало их высокую чувствительность к влиянию временных факторов. Также в конце 2018 г. сохранялась неопределенность относительно дальнейшей динамики инфляционных ожиданий.

В условиях незаякоренных инфляционных ожиданий отмеченные проинфляционные факторы могли оказать более существенное влияние на инфляцию.

<sup>1</sup> См. «Доклад об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию», август 2018 г., [http://cbr.ru/Content/Document/File/47495/201\\_01\\_nds.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/47495/201_01_nds.pdf).



В частности, не исключалось, что годовой темп прироста потребительских цен на пике мог превысить 5,5% и даже достичь 6% в первые месяцы 2019 года. Чтобы ограничить рост инфляционного давления, Банк России повысил ключевую ставку в конце 2018 г. и отмечал, что будет оценивать необходимость дальнейшего повышения ключевой ставки для того, чтобы ограничить инфляционные риски и возможный рост инфляционных ожиданий.

### **Сохранение ключевой ставки неизменной в январе-апреле 2019 года**

Данные по инфляции, вышедшие в первые месяцы 2019 г., отражали умеренное влияние проинфляционных факторов на динамику потребительских цен. Годовая инфляция в марте 2019 г. прошла локальный пик – 5,3%, складываясь ниже декабрьских ожиданий Банка России. Это позволило понизить прогноз Банка России по инфляции на конец 2019 г. с 5,0–5,5% до 4,7–5,2%<sup>2</sup>.

Общий умеренный вклад проинфляционных факторов в изменение цен был связан как с упреждающими решениями Банка России, так и с рядом внешних и внутренних факторов.

В первую очередь инфляционное давление ограничивала динамика потребительского спроса. Уровень процентных ставок по депозитам обеспечивал сохранение положительных реальных процентных ставок, что поддерживало привлекательность сбережений. При этом портфель потребительских кредитов продолжил расти, и это вносило положительный вклад в увеличение потреби-

тельской активности<sup>3</sup>. Однако в условиях замедления роста реальной заработной платы и снижения реальных располагаемых доходов рост потребления оставался сдержанным, что отражалось в снижении темпа прироста оборота розничной торговли.

Происходило замедление экономической активности в целом. В I квартале 2019 г. годовой темп прироста ВВП замедлился до 0,5% (в IV квартале 2018 г. – 2,7%), оказавшись ниже ожиданий Банка России. При этом в полной мере оценить характер и причины замедления стало возможным только после выхода более детальных данных о динамике ВВП в начале июля 2019 года.

В данных условиях реакция цен на повышение НДС оказалась умеренной. Его вклад в годовую инфляцию в феврале составил около 0,6–0,7 п.п., что находилось вблизи нижней границы интервала оценок Банка России. На тот момент существенная часть повышения НДС уже нашла отражение в ценах, и можно было отметить отсутствие значимых отложенных эффектов.

С начала 2019 г. улучшение внешних условий привело к укреплению рубля, что способствовало снижению инфляции. На фоне пересмотра вниз прогнозов темпов роста мировой экономики крупнейшие центральные банки приостановили процесс нормализации денежно-кредитной политики и смягчили риторику о ее перспективах. Это ограничивало риск значительного оттока капитала из СФР. Укреплению рубля также способствовало возобновление роста цен на нефть.

Банк России учитывал, что наряду с динамикой валютного курса дезинфляционное влияние оказывали и другие временные факторы. В частности, в мар-

<sup>2</sup> См. Доклад о денежно-кредитной политике, №1 (25), март 2019 г., [http://cbr.ru/Collection/Collection/File/18969/2019\\_01\\_ddcp.pdf](http://cbr.ru/Collection/Collection/File/18969/2019_01_ddcp.pdf).

<sup>3</sup> Одновременный рост привлекательности депозитов и потребительского кредитования может объясняться разной склонностью к потреблению отдельных групп населения.

те-апреле замедлился рост цен на отдельные продовольственные товары, в том числе в связи с завершением подстройки предложения к спросу. В условиях продления до 1 июля соглашений между Правительством Российской Федерации и крупнейшими нефтяными компаниями рост цен на основные виды моторного топлива был небольшим.

Несмотря на то что инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий в I квартале заметно снизились, они оставались на повышенных уровнях.

С учетом перечисленных факторов Банк России сохранял ставку на неизменном уровне 7,75% годовых. При этом более сдержанный, чем ожидалось, рост текущей инфляции и уменьшение рисков повышенных темпов роста цен в дальнейшем позволили в марте-апреле 2019 г. смягчить риторику относительно будущих решений, допуская возможность снижения ключевой ставки уже в текущем году.

### **Снижение ключевой ставки в июне-сентябре 2019 г. и перспективы денежно-кредитной политики**

Динамика цен и в целом экономическая ситуация в мае-августе 2019 г. указывали на возможность постепенного снижения ключевой ставки Банком России. Замедлялась годовая инфляция, включая темпы роста цен на основные компоненты потребительской корзины. Месячные темпы прироста потребительских цен с исключением сезонности замедлились до значений, соответствующих снижению инфляции в 2019 г. и ее в дальнейшем закреплению вблизи 4%. Годовые показатели инфляции, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, в основном снижались, что подтверждало сдержанное инфляционное давление. В этих условиях Банк

России последовательно снижал прогноз инфляции по итогам 2019 г. с 4,7–5,2% до 4,2–4,7% в июне и далее до 4,0–4,5% в сентябре. В дальнейшем ожидалась ее стабилизация годовой инфляции вблизи 4%<sup>4</sup>.

Как более детальные данные о структуре прироста ВВП за I квартал 2019 г., так и оперативные данные и опережающие индикаторы, вышедшие в апреле-августе, подтверждали слабость экономической активности и сдерживающее влияние совокупного спроса на инфляцию. Темпы роста российской экономики формировались ниже ожиданий Банка России под воздействием внешних и внутренних факторов. В условиях замедления роста мировой экономики, оказавшегося более существенным, чем ожидалось, произошло снижение физического объема экспорта в первом полугодии 2019 года. Кроме того, в этот период бюджетная политика оказала дополнительное сдерживающее влияние на динамику экономической активности, что связано с увеличением НДС и отчасти со смещением сроков реализации ряда запланированных Правительством Российской Федерации национальных проектов. В этих условиях динамика инвестиционной и потребительской активности, а также промышленного производства была сдержанной.

Ценовые ожидания предприятий в основном продолжили снижаться, однако еще не достигли минимальных значений прошлых лет. Инфляционные ожидания населения на год вперед со второй половины 2018 г. существенно не менялись, оставаясь на повышенном уровне. При этом Банк России отмечал, что замедление инфляции создает условия для сни-

<sup>4</sup> См. Доклад о денежно-кредитной политике, №2 (26), июнь 2019 г., [http://cbr.ru/Collection/Collection/File/19993/2019\\_02\\_ddcp.pdf](http://cbr.ru/Collection/Collection/File/19993/2019_02_ddcp.pdf); Доклад о денежно-кредитной политике, №3 (27), сентябрь 2019 г. (готовится к публикации).

жения инфляционных ожиданий в будущем.

На краткосрочном горизонте дезинфляционные риски в июне-июле преобладали над проинфляционными. Прежде всего это было связано со слабой динамикой внутреннего и внешнего спроса. В августе произошло повышение волатильности на мировых товарных и финансовых рынках из-за ужесточения международных торговых ограничений и опасений дальнейшего снижения темпов роста мировой экономики, что привело к некоторому усилению проинфляционных рисков. В сентябре Банк России отмечал сбалансированность рисков ускорения и замедления инфляции до конца года.

Рассмотренные факторы отражали снижение инфляционного давления и стабилизацию инфляции вблизи 4%. Тем самым создавались предпосылки для снижения ключевой ставки Банка России. В июне-сентябре Совет директоров Банка России трижды снижал ключевую ставку – в совокупности на 75 б.п., до 7,00%. При этом в сентябре отмечалось, что при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний Совета директоров.

Таким образом, Банк России вошел в область значений ключевой ставки, которая расценивается как вероятный диапазон нейтральной ставки: 6–7% в номинальном выражении или 2–3% в реальном выражении при ожидаемой инфляции 4%. Оценка уровня нейтральной процентной ставки зависит от широкого набора как внутренних, так и глобальных факторов, а также от трансмиссионного механизма и может меняться под действием этих факторов. В дальнейшем Банку России может потребоваться время, чтобы опре-

делить границы нейтрального диапазона и убедиться в том, что они соответствуют текущим оценкам.

Под влиянием решений и сигналов Банка России, а также на фоне снижения доходностей на мировых финансовых рынках началось постепенное смягчение денежно-кредитных условий в России. Кривая доходностей ОФЗ с начала года постепенно сдвигалась вниз, и уже в апреле наметилась тенденция к снижению банковских ставок по депозитам, а в мае-июне – по кредитам.

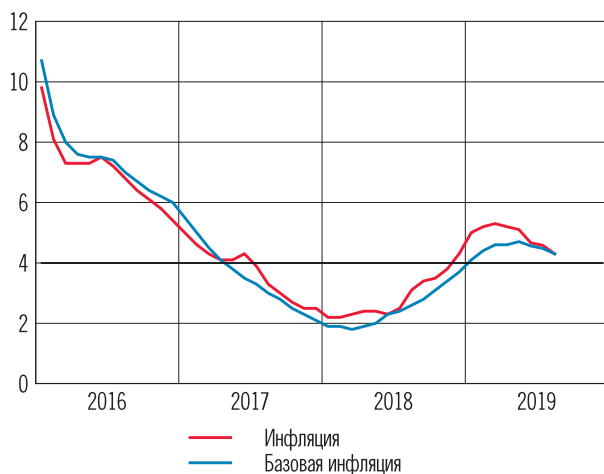
В первом полугодии 2019 г. наблюдался рост корпоративного и розничного кредитования. При этом российские корпоративные заемщики продолжали замещать валютные кредиты рублевыми. Ускоренный рост розничного кредитования оказывал поддержку потребительскому спросу. Однако с учетом постепенного насыщения розничного кредитного рынка и мер Банка России, направленных на сдерживание чрезмерного роста его отдельных сегментов, с мая 2019 г. годовые темпы прироста розничного кредитного портфеля замедлялись.

При принятии решений по ключевой ставке и формировании сигнала о будущей денежно-кредитной политике Банк России наряду с краткосрочными рисками учитывал и среднесрочные риски. Оценки данных рисков существенно не изменялись и рассматривались как значимые.

В части внешних условий сохранялись риски возможного замедления роста мировой экономики, в том числе вследствие дальнейшего ужесточения международных торговых ограничений. Геополитические факторы могут привести к усилению волатильности на мировых товарных и финансовых рынках и оказать влияние на курсовые и инфляционные ожидания.

Повышательное давление на инфляцию могут оказать возможные решения

ИНФЛЯЦИЯ И БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ Рис. 3.1  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

об использовании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня в 7% ВВП.

Значимыми остаются риски, связанные с повышенными и незаякоренными инфляционными ожиданиями.

Таким образом, принимая решения по ключевой ставке, Банк России учитывал, что факторы складываются в пользу замедления инфляции в 2019 г. и ее стабилизации вблизи 4% в 2020 году. Далее представлена более подробная информация о внутренних и внешних условиях проведения денежно-кредитной политики, учитывавшихся при оценке текущей ситуации и формировании среднесрочного макроэкономического прогноза, на основе которого принимаются решения по ключевой ставке.

## 3.2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

### Инфляция и инфляционные ожидания

В конце 2018 – первые месяцы 2019 г. годовая инфляция повысилась преимущественно под влиянием повышения ставки НДС с 1 января 2019 г., ослабления рубля во второй половине 2018 г., а также роста цен на отдельных рынках продовольствия из-за подстройки предложения к спросу. При этом в условиях повышенных и незаякоренных инфляционных ожиданий возникали риски закрепления инфляции на уровне, существенно превышающем цель Банка России.

Упреждающие решения Банка России о повышении ключевой ставки в сентябре и декабре 2018 г. во многом способствовали переходу к снижению годовой инфляции уже в апреле 2019 года. Сдерживающее влияние на инфляцию также оказывала динамика потребительского спроса. К апрелю-маю 2019 г. влияние повышения ставки НДС в основном бы-

ло исчерпано. Инфляционное давление также ограничивали временные факторы, включая укрепление рубля с начала 2019 г. и регулирование цен на моторное топливо, а также специфические факторы на рынках ряда продовольственных товаров (см. врезку «Влияние немонетарных факторов на инфляцию»).

Во второй половине 2019 г. ожидается дальнейшее снижение инфляции. По оценкам Банка России, основной вклад в ее снижение будет вносить замедление продовольственной инфляции, и в меньшей степени – замедление инфляции в сфере услуг и на рынке непродовольственных товаров.

Инфляция достигла 5,3% в марте и к августу снизилась до 4,3% (рис. 3.1). При этом локальный пик инфляции оказался ниже прогноза Банка России в декабре 2018 г. (5,5–6%). С февраля месячные темпы прироста потребительских цен с исключением сезонности замедлились до значений, соответствующих годовым темпам инфляции в 4% (рис. 3.2). По оценкам Банка России, годовые темпы прироста потребительских цен составят 4,0–4,5% к концу 2019 года.

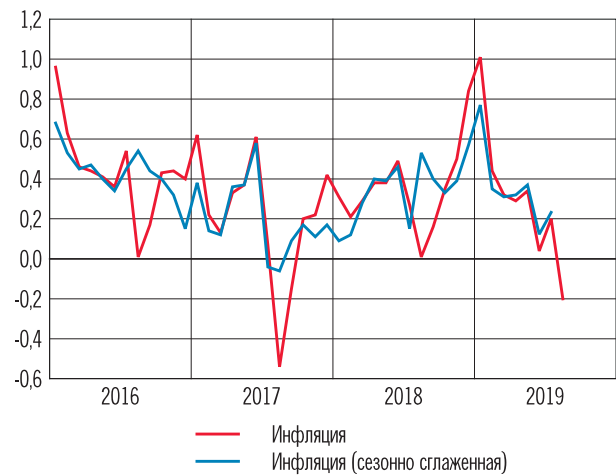
Увеличение годовых показателей, характеризующих наиболее устойчивую часть ценовой динамики, также было умеренным. В мае базовая инфляция достигла 4,7%, а в июне перешла к снижению впервые с марта 2018 года. Медиана распределения годовых приростов цен достигла пика (4,6%) в апреле и далее также постепенно снижалась – до 4,2% в июле (рис. 3.3).

В первые месяцы 2019 г. наиболее существенный вклад в изменение цен на основные группы потребительских товаров и услуг вносила продовольственная инфляция. В январе 2019 г. также отмечалось заметное ускорение годовых темпов роста цен на услуги, произошедшее в основном за счет индексации комму-

### ИНФЛЯЦИЯ

(прирост в % к предыдущему месяцу)

Рис. 3.2

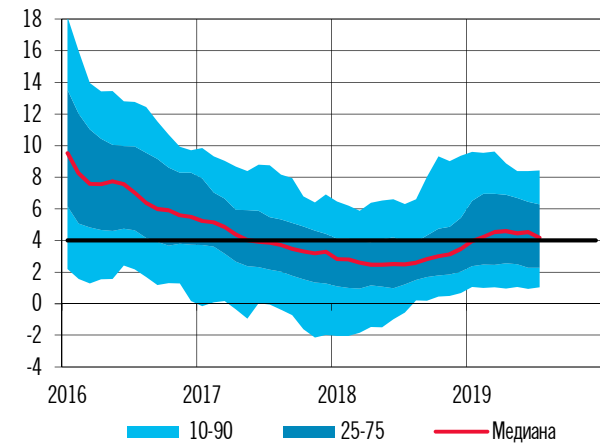


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИРОСТОВ ЦЕН НА ТОВАРЫ И УСЛУГИ

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 3.3

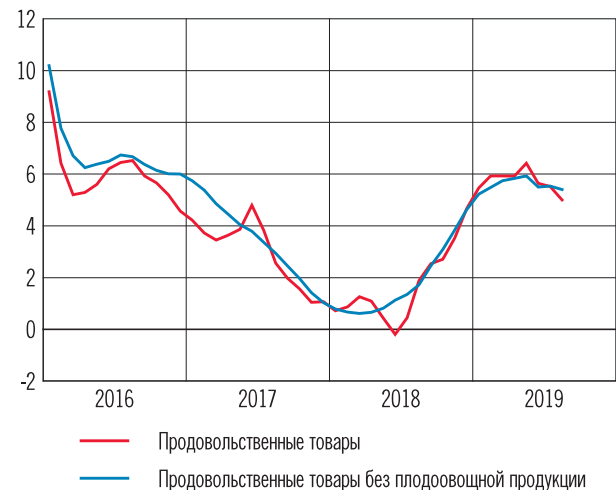


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

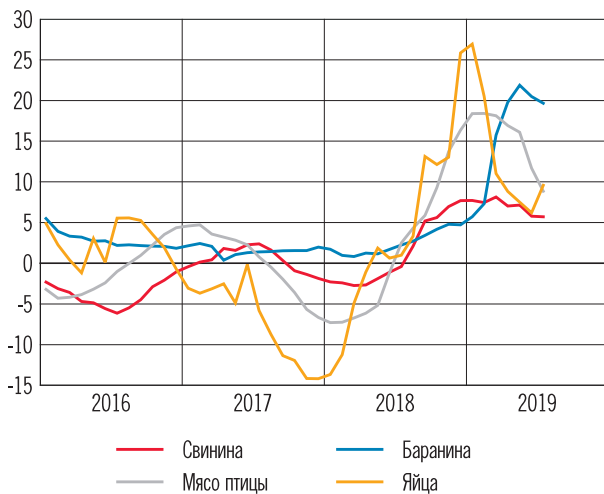
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 3.4



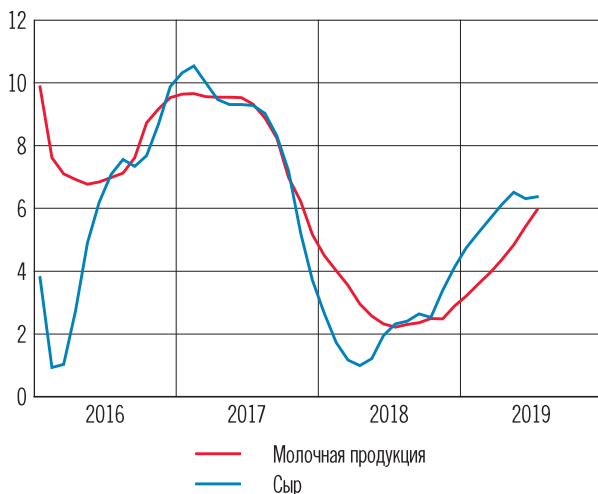
Источник: Росстат.

**ЦЕНЫ НА МЯСОПРОДУКТЫ И ЯЙЦА** *Рис. 3.5*  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

**ЦЕНЫ НА МОЛОЧНЫЕ ПРОДУКТЫ** *Рис. 3.6*  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

**ЦЕНЫ НА ПЛОДОВООЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ** *Рис. 3.7*  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

нальных услуг, связанной с изменением НДС и повышением тарифов на утилизацию твердых коммунальных отходов (ТКО). Повышение годовых темпов роста цен на непродовольственные товары в этот период было умеренным. В марте годовые темпы прироста цен на услуги и непродовольственные товары достигли 5,1 и 4,7% соответственно и затем снижались. Продовольственная инфляция начала замедляться в июне и снизилась с 6,4% в мае до 5,0% в августе.

**Продовольственные товары (вес в ИПЦ – 37,61%).** Основной вклад в повышение инфляции в декабре 2018 – марте 2019 г. вносила динамика цен на продовольственные товары. Годовая продовольственная инфляция ускорила с 4,7% в декабре 2018 г. до 6,4% в мае (рис. 3.4).

В основе ускорения роста цен на продовольствие лежал ряд факторов. Во-первых, в первые месяцы 2019 г. продолжало оказывать влияние ослабление рубля, которое произошло во второй половине 2018 года. Во-вторых, предложение отдельных продовольственных товаров продолжало подстраиваться к спросу. В частности, на рынках мясной и молочной продукции, а также яиц в 2015–2017 гг. производство расширялось быстрее, чем спрос. С середины 2018 г. действия производителей были направлены на снижение перенасыщенности рынка и поддержку рентабельности, что вызвало корректировку цен на данные группы товаров (рис. 3.5 и 3.6). Некоторый вклад также внес эффект низкой базы 2018 г.: в январе-феврале 2018 г. в условиях высокой насыщенности рынков отдельных продовольственных товаров годовая продовольственная инфляция составляла 0,7–0,9%.

Следует отметить, что, поскольку большинство продовольственных товаров облагается НДС по льготной ставке, прямое

влияние повышения ставки этого налога было ограниченным.

В летние месяцы годовые темпы роста цен продовольственных товаров заметно снизились – до 5,0% в августе. Наибольший вклад в снижение годовой продовольственной инфляции в июне внесло изменение цен на плодоовощную продукцию, связанное со смещением на более ранние сроки графика посевной и уборочной кампаний по сравнению с прошлогодним (рис. 3.7).

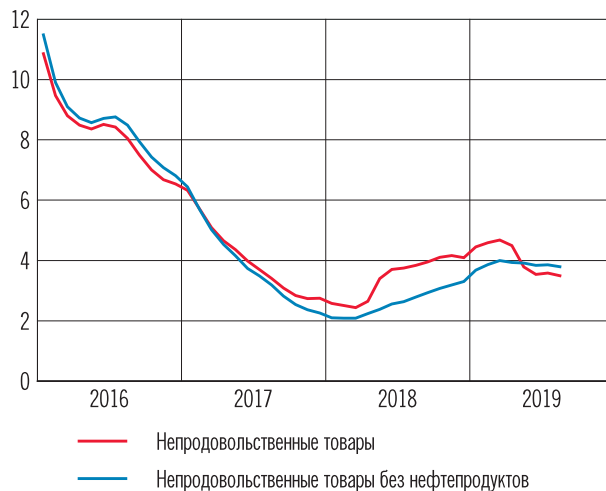
В ближайшие месяцы отличия сроков созревания и уборки плодоовощной продукции от прошлогодних могут стать причиной колебаний годовой продовольственной инфляции. Тем не менее в целом высокая обеспеченность российского рынка аграрным сырьем и продовольствием формирует условия для умеренного повышения цен на продукты питания темпами, соответствующими ценовой стабильности.

**Непродовольственные товары (вес в ИПЦ – 34,81%).** В конце 2018 – первые месяцы 2019 г. продолжилось относительно умеренное повышение темпов роста цен на непродовольственные товары. Достигнув в марте 4,7%, годовая инфляция на рынке непродовольственных товаров стала снижаться и в августе составила 3,5% (рис. 3.8).

Месячный рост цен на рынке непродовольственных товаров (с исключением сезонности) уже в феврале вернулся к уровню сентября-декабря 2018 г. после всплеска в январе, в значительной мере связанного с повышением НДС.

Основной вклад в снижение годовых темпов прироста цен на непродовольственные товары в апреле внесло замедление роста цен на нефтепродукты в условиях действия соглашений между Правительством Российской Федерации и крупнейшими нефтяными компаниями с 1 ноября 2018 г. (рис. 3.9). Замедлению

**ЦЕНЫ НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ** Рис. 3.8  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



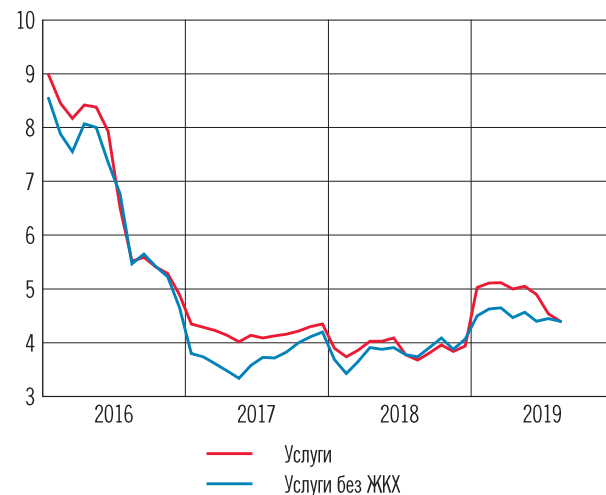
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ПРИРОСТ ЦЕН НА НЕФТЕПРОДУКТЫ** Рис. 3.9  
(в % к декабрю 2015 г.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

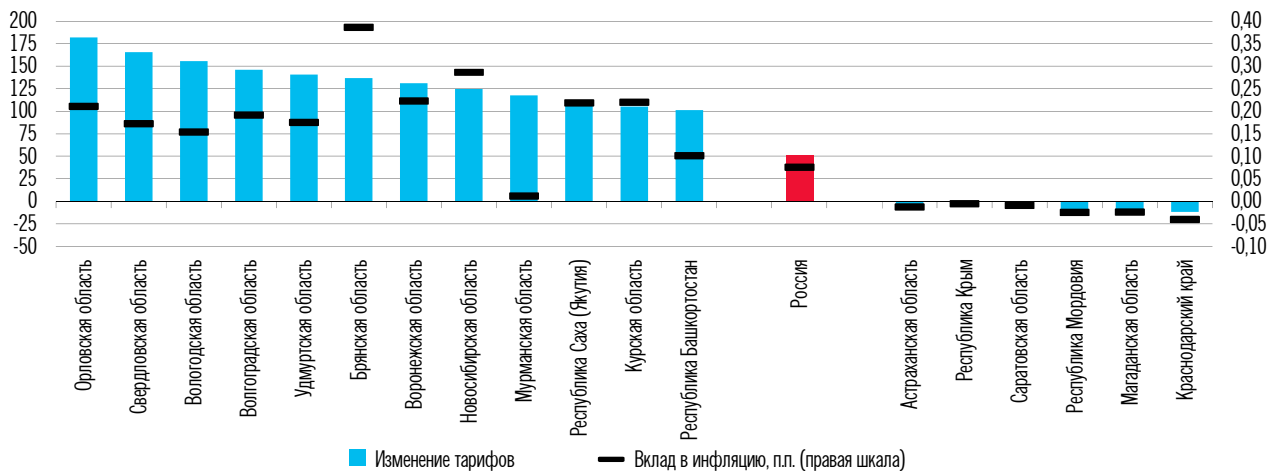
**ПРИРОСТ ЦЕН НА УСЛУГИ** Рис. 3.10  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ ТАРИФОВ НА УТИЛИЗАЦИЮ ТКО  
(январь 2019 г. в % к январю 2018 г.)

Рис. 3.11



Источник: Росстат.

роста цен также способствовали исчерпание влияния повышения НДС, укрепление рубля и сдержанный потребительский спрос.

После завершения действия соглашений о ценовых ограничениях на моторное топливо с 1 июля 2019 г. цены на данные товары оставались стабильными. Динамика цен на моторное топливо зависит от влияния компенсирующих инструментов, таких как возвратный акциз, а также динамики мировых цен на нефть, нефтепродукты и курса рубля.

**Услуги (вес в ИПЦ – 27,58%).** В январе 2019 г. годовые темпы прироста цен на услуги заметно возросли и достигли 5,0%, после чего в феврале-июне стабилизировались в интервале 4,9–5,1%. В июле-августе произошло их снижение до 4,4% (рис. 3.10).

Ускорение годовых темпов прироста цен на услуги в начале года в значительной мере было связано с динамикой регулируемых цен и тарифов, главным образом на жилищно-коммунальные услуги. В 2019 г. индексация тарифов на жилищно-коммунальные услуги в отличие от стандартной схемы была разбита на два этапа. Первый этап проводился в январе 2019 г. и был связан с повышением став-

ки НДС. Вторым этапом традиционно состоялся в июле.

Кроме того, ускорение годовых темпов прироста цен на услуги было вызвано существенным повышением тарифов на утилизацию твердых коммунальных отходов во многих регионах страны. Рост тарифов происходил в рамках реформы в этой области, и в отдельных регионах было отмечено увеличение тарифов в 2–3 раза (рис. 3.11).

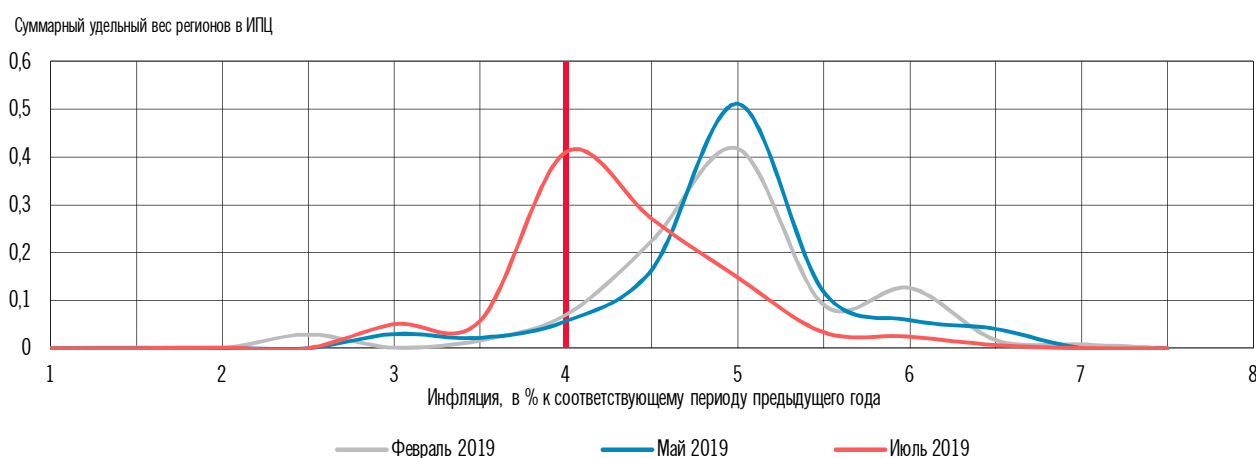
В июле годовой темп прироста цен на услуги снизился на 0,4 п.п., до 4,5%. В первую очередь это связано с тем, что индексация тарифов на коммунальные услуги, которая в текущем году проходит в два этапа, с 1 июля была меньше, чем годом ранее. Планируемое повышение совокупного коммунального платежа составляет 2,4%. В целом за год его индексация (без услуг по обращению с твердыми коммунальными отходами) составляет около 4%.

**Динамика цен по регионам.** В конце 2018 – начале 2019 г. повышение годовой инфляции происходило во всех регионах России, но его темпы различались, что определило некоторое увеличение разброса показателя по регионам (рис. 3.12). Основными факторами повышения регио-



РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО УРОВНЯМ ИНФЛЯЦИИ

Рис. 3.12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

нальной разнородности инфляции были различия в величине переноса в цены ослабления рубля, произошедшего во второй половине 2018 г., а также неодинаковые масштаб и скорость влияния на динамику цен в регионах повышения ставки НДС. Эти различия связаны с географическими особенностями структуры потребления и импортных потоков, разной динамикой спроса в регионах. Значимый вклад в региональную разнородность инфляции вносили также различия в динамике традиционно более волатильных продовольственных цен и в величине индексации тарифов естественных монополий в начале года.

В марте-мае 2019 г., после повышения инфляции во всех субъектах Российской Федерации, динамика инфляции в регионах стала разнонаправленной. Число регионов, в которых происходило замедление инфляции, в апреле-мае уже превысило половину от их общего количества. При этом региональная неоднородность динамики цен уменьшилась, главным образом за счет замедления инфляции в регионах с ее наибольшими значениями.

В июне-июле 2019 г. замедление инфляции продолжилось в большинстве регионов, при этом оно не было одно-

родным. Региональный разброс значений инфляции несколько увеличился из-за различий в изменении регулируемых тарифов на жилищно-коммунальные услуги и услуги пассажирского транспорта.

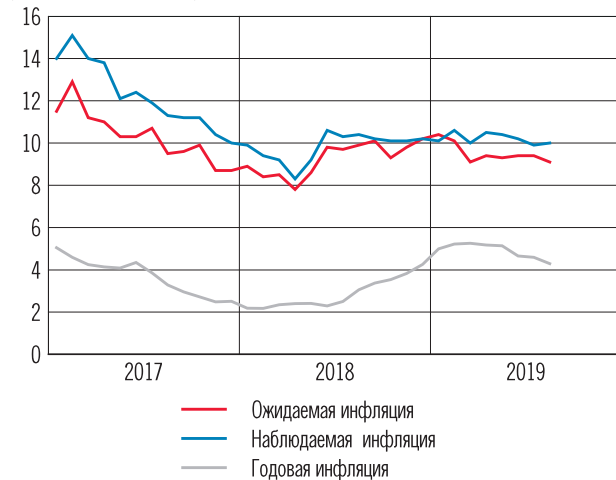
По мере замедления общестрановой инфляции, а также снижения и стабилизации инфляционных ожиданий региональные различия продолжают уменьшаться. При этом возможны локальные эпизоды роста региональной неоднородности инфляции, связанные с ситуацией на отдельных рынках и влиянием немонетарных факторов в регионах.

**Инфляционные ожидания.** После роста во второй половине 2018 – начале 2019 г. инфляционные ожидания экономических субъектов к августу 2019 г. остались повышенными, при этом их динамика была неоднородной.

Инфляционные ожидания населения продолжили довольно заметно реагировать на разовые проинфляционные факторы, а именно на повышение ставки НДС, ослабление рубля во второй половине 2018 г. и рост цен на отдельные продовольственные и непродовольственные товары. На фоне ускорения инфляции в конце 2018 – начале 2019 г. ожидаемая инфляция на следующие 12 месяцев

**ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ  
НАСЕЛЕНИЕМ** *Рис. 3.13*

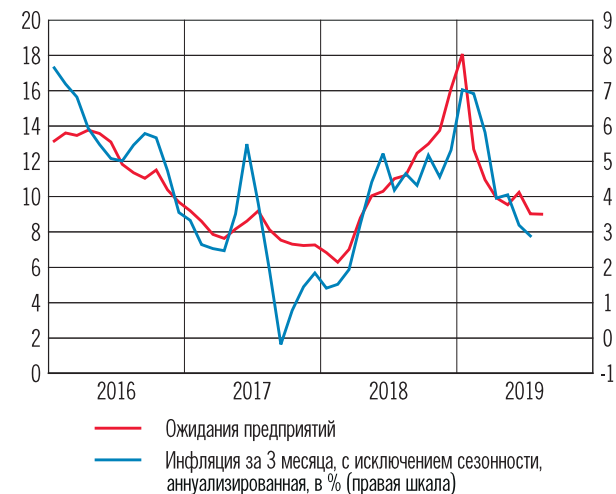
(медианная оценка, %)



Источники: Росстат, ООО «ИНФОМ».

**ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ** *Рис. 3.14*

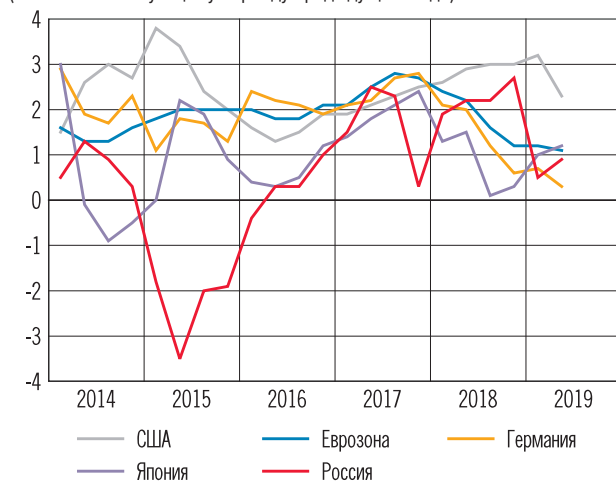
(баланс ответов, п.п.)



Источники: Росстат, Банк России.

**ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ  
И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ** *Рис. 3.15*

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Bloomberg.

увеличилась и достигла пика в феврале на уровне 10,6% (рис. 3.13). В марте-августе она находилась в интервале 9,1–9,4%, оставаясь на довольно высоком уровне. Наблюдаемая инфляция в предыдущие 12 месяцев также сохранялась на повышенном уровне начиная с середины 2018 года.

После существенного роста в декабре-январе ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед в феврале-августе снижались и вернулись к уровню, который наблюдался в середине прошлого года (рис. 3.14). Этому способствовало завершение процесса переноса повышения ставки НДС в цены. При этом снижение ожиданий происходило по отраслям достаточно однородно.

Учитывая высокую значимость текущей динамики цен для формирования инфляционных ожиданий населения и бизнеса, замедление инфляции создаст условия для снижения инфляционных ожиданий в будущем.

Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков оставались закоренными в течение всего 2019 года. Аналитики предполагали снижение инфляции до 4% уже в 2020 г. после краткосрочного повышения в 2019 году. Этот факт отражает уверенность данной аудитории в том, что денежно-кредитная политика Банка России обеспечивает закрепление инфляции вблизи 4%.

### Внешние условия

**Экономический рост и инфляция.** В январе-августе 2019 г. сохранялась тенденция к замедлению мировой экономики, наблюдавшаяся во второй половине 2018 г. (рис. 3.15, 3.16). При этом присутствовали риски еще более существенного снижения темпов роста мировой экономики, связанные прежде всего с торговыми разногласиями. В мае-июле 2019 г. международные организации пе-

рассмотрели вниз свои прогнозы по росту мировой экономики в ближайшие годы<sup>5</sup>.

Как в конце 2018 г., так и в первой половине 2019 г. ценовое давление в мире было небольшим во многом по причине замедления роста мировой экономики. Годовая инфляция в большинстве крупнейших экономик мира оставалась ниже цели на протяжении 2019 г. (рис. 3.17).

**Денежно-кредитная политика и другие меры экономической политики.** В конце 2018 г. в большинстве развитых стран продолжался процесс нормализации денежно-кредитной политики. Однако замедление мировой экономики и сохранение рисков для экономического роста в дальнейшем привели к смягчению риторики в начале 2019 г., а впоследствии – и к изменению процентных ставок (рис. 3.18). В частности, ФРС США существенно смягчила риторику относительно как дальнейшей нормализации процентной политики, так и параметров сокращения баланса. В июле ФРС США снизила ставку на 25 б.п. и досрочно (с 1 августа 2019 г.) прекратила сокращение баланса. В марте ЕЦБ объявил о новом раунде программы целевого долгосрочного льготного кредитования (Targeted long-term refinancing operations III, TLTRO III). В июле ЕЦБ сохранил ставку по основным операциям рефинансирования, дав сигнал о возможном снижении ставки в этом году.

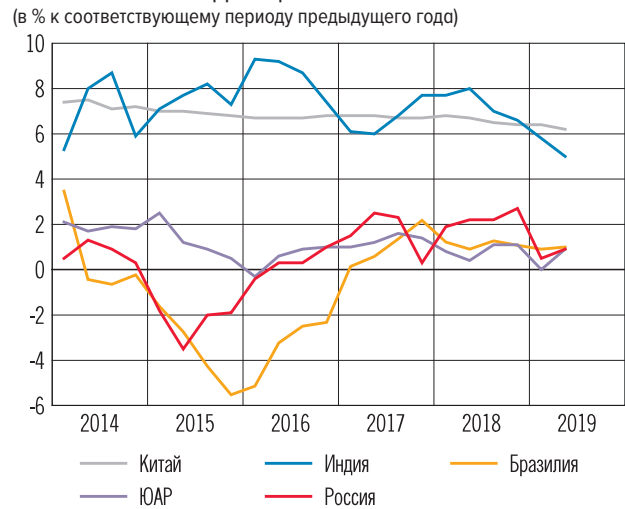
Изменения в денежно-кредитной политике других стран в начале года были связаны с особенностями их внутренней экономической ситуации. С апреля в условиях слабого роста мировой экономики и низкого инфляционного давления целый ряд центральных банков снизили ставки.

**Мировые финансовые и товарные рынки.** После периода повышенной вола-

<sup>5</sup> МВФ – до 3,2% в 2019 г. и до 3,5% в 2020 г., Всемирный банк – до 2,6% в 2019 г. и до 2,7% в 2020 г., ОЭСР – до 3,2% в 2019 г. и до 3,4% в 2020 году.

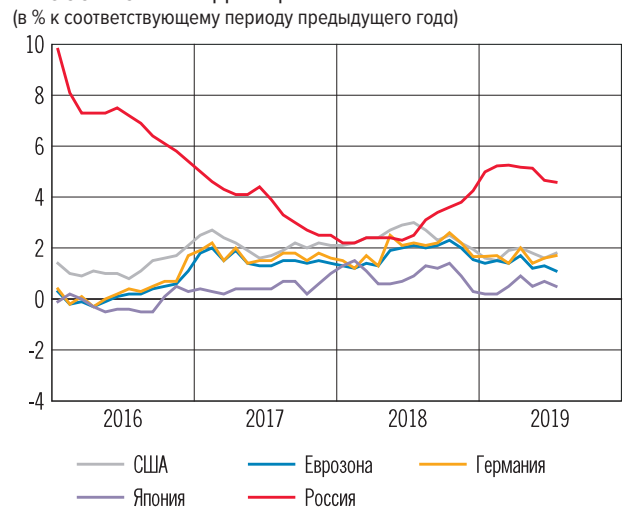
ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: СФР И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Рис. 3.16



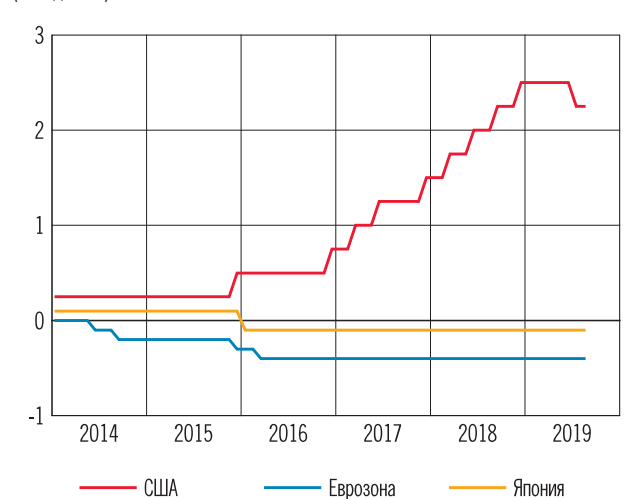
ИНФЛЯЦИЯ: РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Рис. 3.17



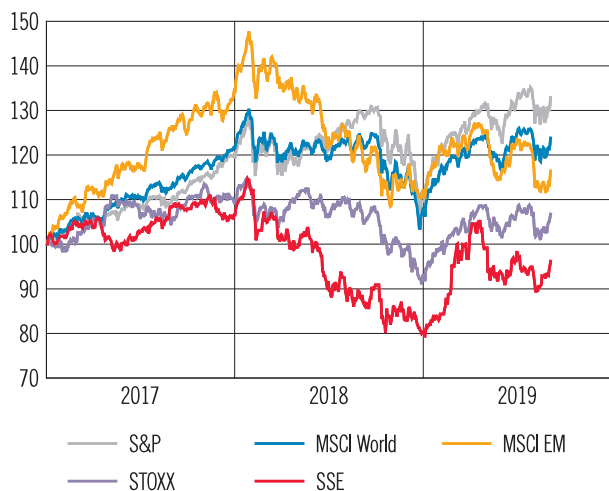
КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ

Рис. 3.18



**ИНДЕКСЫ АКЦИЙ**  
(100 = 2.01.2017)

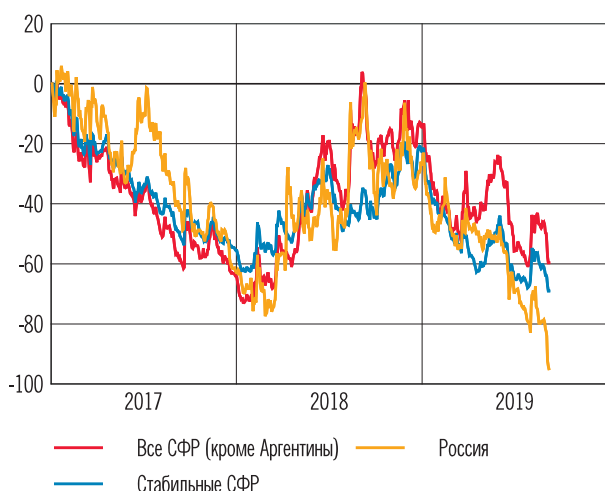
Рис. 3.19



Источник: Reuters.

**CDS РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**  
(изменение к 2.01.2017, б.п.)

Рис. 3.20



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

**ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ**

Рис. 3.21

(изменение к 2.01.2017, п.п.)



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

тельности на мировых финансовых рынках, наблюдавшейся во второй половине 2018 г., в начале 2019 г. ситуация относительно стабилизировалась, а в дальнейшем преобладала положительная динамика. Изменение риторики центральных банков ведущих стран и растущий спрос на рискованные активы привели к росту мировых рынков акций (рис. 3.19), снижению доходностей по гособлигациям и уменьшению страновых риск-премий стран с формирующимися рынками (рис. 3.20). Однако устойчивость этого процесса будет в том числе зависеть от оценки перспектив роста мировой экономики.

Дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики в развитых странах способствовало снижению ставок по государственным долговым бумагам в большинстве крупных развитых стран в мае-августе 2019 г. (рис. 3.21). В отдельных странах (в частности, в США и Германии) ставки по долгосрочным облигациям снижались быстрее ставок по краткосрочным облигациям, что привело к инверсии кривой доходности. Это может быть связано с опасениями дальнейшего замедления темпов роста мировой экономики.

После существенного снижения в конце 2018 г. цены на нефть марки Urals в январе-августе 2019 г. она составила в среднем 65 долл. США за баррель, что в целом было близко к уровню, заложенному в предпосылки базового сценария прогноза Банка России<sup>6</sup> (рис. 3.22). При этом цена на нефть испытывала заметные колебания. В начале года происходил рост цен на нефть, чему способствовало сокращение добычи нефти внутри ОПЕК – как в рамках соглашений ОПЕК+, так и вследствие санкций, направленных против Венесуэлы и Ирана. Снижение цен на нефть в июне-августе происхо-

<sup>6</sup> В ОНЕГДКП на 2019 и 2020–2021 гг. на 2019 г. в базовом сценарии была заложена цена на нефть 63 долл. США за баррель.

дило вследствие роста рисков для мирового спроса в условиях роста напряженности в торговых отношениях США и Китая. До конца 2019 г. в соответствии с базовым сценарием Банка России цена на нефть составит в среднем 58 долл. США за баррель, при этом не исключены колебания вблизи данного уровня.

Цены на другие сырьевые товары, за исключением железной руды, в январе-августе 2019 г. снизились по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это было вызвано как различными факторами, специфичными для рынков соответствующих товаров, так и общим замедлением темпов роста мировой экономики.

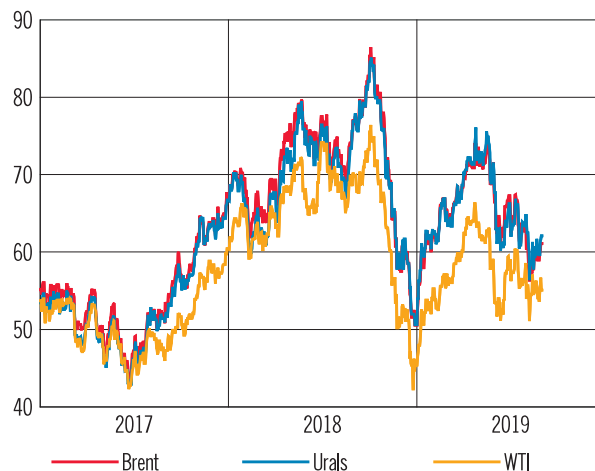
Цены на мировом продовольственном рынке в январе-августе 2019 г. оставались относительно стабильными (за исключением цен на молочную продукцию, рост которых был связан с временными факторами). С учетом невысокой доли импорта в потреблении ряда продовольственных товаров в России динамика цен на продовольствие в рассматриваемый период не оказывала существенного давления на российскую инфляцию.

### Платежный баланс и валютный курс

**Платежный баланс.** В январе-июле 2019 г. сальдо счета текущих операций несколько снизилось по сравнению с сопоставимым периодом 2018 г. и составило 51,4 млрд долл. США (рис. 3.23). В течение данного периода тенденции были разнонаправленными. С января по март 2019 г. сальдо торгового баланса увеличивалось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года в основном за счет сокращения импорта (рис. 3.24). В апреле-мае сдерживающее влияние на торговый баланс оказали снижение добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+ и временная приостановка про-

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ  
(долл. США за баррель)

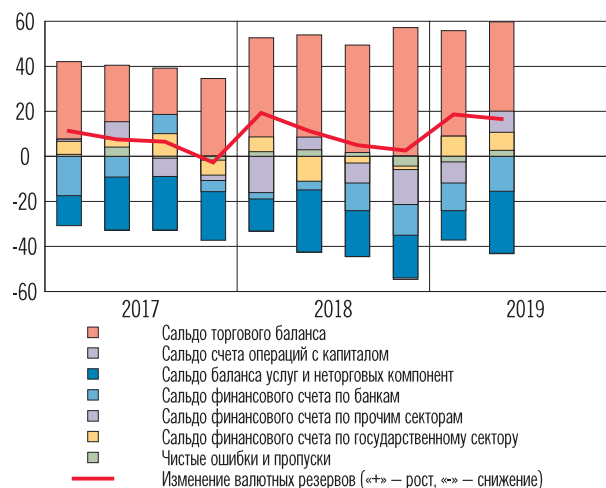
Рис. 3.22



Источники: Thomson Reuters, Bloomberg.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИИ ПО КВАРТАЛАМ\*  
(млрд долл. США)

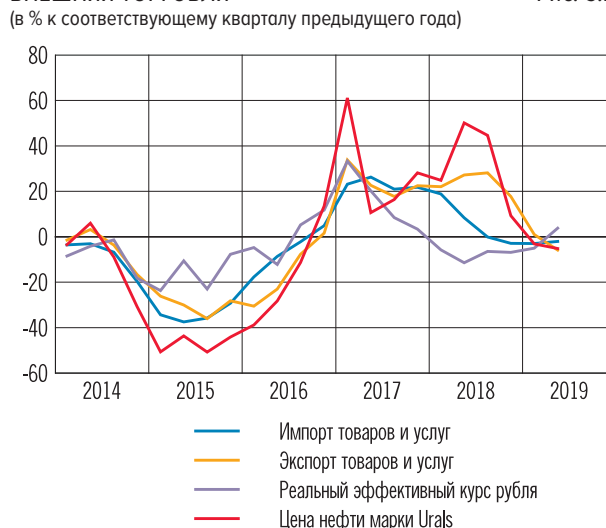
Рис. 3.23



\* В знаках РПБ 6.  
Источник: Банк России.

ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ

Рис. 3.24



Источники: Банк России, Thomson Reuters.

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР  
БАНКА РОССИИ (рис. 3.25)  
(% годовых)



Источник: Банк России.

качки нефти по трубопроводу «Дружба». В мае-июне снижение цен на энергоносители привело к сокращению торгового баланса по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Сальдо финансовых операций частного сектора в январе-июле 2019 г. увеличилось до 28 млрд долл. США с 17,4 млрд долл. США в соответствующий период 2018 г. за счет роста иностранных активов на фоне сохраняющихся значительных поступлений от внешнеэкономической деятельности. На протяжении всего периода продолжался приток иностранного капитала в государственный сектор.

Международные резервы Российской Федерации с начала 2019 г. увеличились на 11%, составив 519,8 млрд долл. США на 1.08.2019. Увеличение резервов было связано в основном с приобретением валюты в рамках бюджетного правила и поступлением средств от размещения суверенных еврооблигаций.

**Валютный курс.** В январе-июле 2019 г. сложилась тенденция к укреплению рубля на фоне улучшения конъюнктуры мировых финансовых рынков. В условиях усиления торговых противоречий и повышения неопределенности относительно экономической ситуации в отдельных странах в августе произошло ослабление валют СФР, в том числе рубля. Курс рубля вернулся на уровни, наблюдавшиеся в феврале.

### Финансовый сектор

**Денежный и фондовый рынки.** В январе-августе 2019 г. однодневные ставки по межбанковским кредитам (МБК) формировались вблизи ключевой ставки с небольшим средним абсолютным спредом (18 б.п.)<sup>7</sup> (рис. 3.25). Это происходило в условиях структурного профицита ликвидности, который вырос с 3,0 трлн руб. на конец 2018 г. до 3,3 трлн руб.

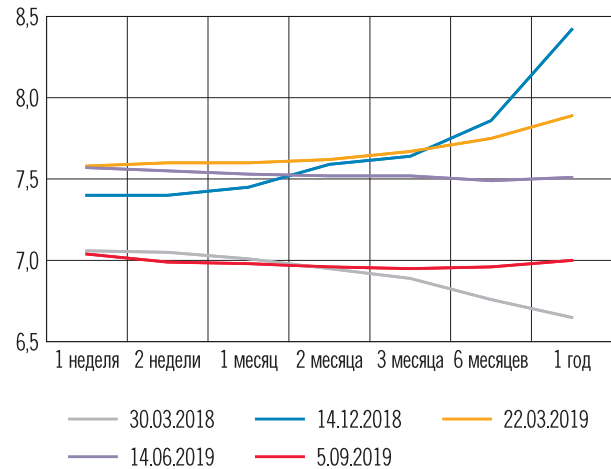
<sup>7</sup> Подробнее – см. раздел 4.

на конец августа 2019 года. Проведение Банком России операций по абсорбированию ликвидности обеспечивало поддержание ставок рынка МБК вблизи ключевой ставки. В условиях структурного профицита ликвидности основным инструментом были депозитные аукционы на срок 1 неделя. Для абсорбирования устойчивой части избыточной ликвидности на более длинные сроки Банк России использует купонные облигации (КОБР).

Ставки на денежном и фондовом рынках на более длинные сроки формировались под влиянием как решений и сигналов Банка России по ключевой ставке, так и конъюнктуры мировых финансовых рынков (рис. 3.26). Страновая премия за риск после существенного роста во втором полугодии 2018 г., который был связан с волатильностью на внешних финансовых рынках, в январе-августе 2019 г. устойчиво снижалась, что в целом соответствовало динамике риск-премий других стран с формирующимися рынками. В этих условиях рос спрос на ОФЗ, а их доходности в основном снижались. Кроме того, росту котировок облигаций в июле-августе 2019 г. способствовало сокращение предложения бумаг со стороны Минфина России после существенного перевыполнения планов по размещению облигаций в первом полугодии 2019 года. Сигналы Банка России о возможности перехода к снижению ключевой ставки в 2019 г. (22.03.2019), затем – уже в II–III кварталах 2019 г. (26.04.2019) способствовали на этом фоне снижению как доходностей ОФЗ, так и ставок денежного рынка на длинные сроки (рис. 3.27). Решения Банка России снизить ключевую ставку 14 июня и 26 июля 2019 г. в сочетании с сигналом о возможности ее дальнейшего снижения на одном из ближайших заседаний Совета директоров Банка России и перехода к нейтральной денежно-кредитной поли-

КРИВАЯ ROISFIX\* (% годовых)

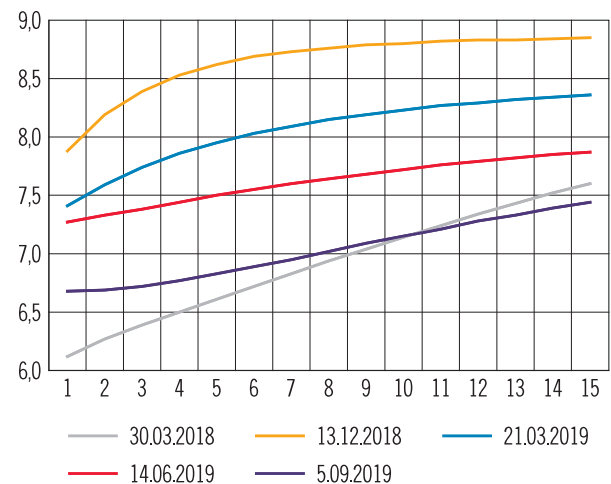
Рис. 3.26



\* Ставка ROISFIX (RUONIA Overnight Interest Rate Swap) – индикативная ставка (фиксинг) по операциям «процентный своп» на ставку RUONIA. Она отражает ожидаемую среднюю ставку RUONIA на горизонте от одной недели до года. Источник: СРО НФА.

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ (% годовых)

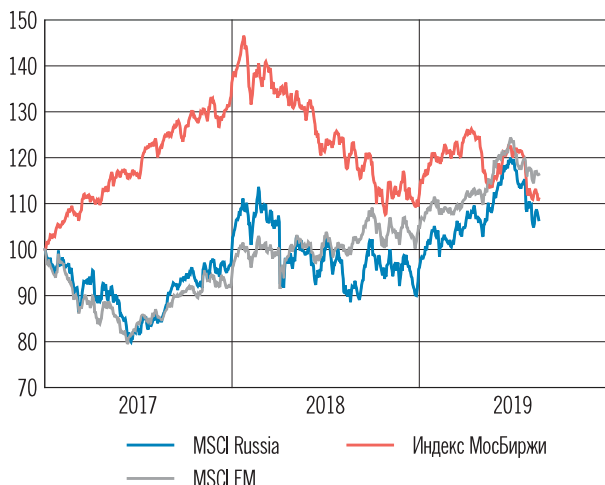
Рис. 3.27



Источник: Московская Биржа.

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ  
(100 = 3.01.2017)

Рис. 3.28



Источник: Bloomberg.

СТАВКИ ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ  
ОПЕРАЦИЯМ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ  
(% годовых)

Рис. 3.29



Источник: Банк России.

тике в первой половине 2020 г. закрепили эти тенденции. Процентные ставки на денежном рынке и рынке капитала в июне скорректировались по всей длине кривой доходности. В частности, доходности на длинном конце кривой ОФЗ в начале сентября 2019 г. сравнялись с доходностями в апреле 2018 года.

На российском рынке акций в первом полугодии 2019 г. преобладала позитивная динамика, во многом обусловленная глобальным ростом спроса на риск (рис. 3.28). В отдельные периоды влияние оказывали локальные факторы, среди которых – рост дивидендных выплат рядом крупных российских компаний и банков. При этом после достижения в июне индексом МосБиржи исторического максимума в июле-августе последовала его коррекция, в первую очередь связанная с динамикой мировых финансовых и сырьевых рынков, а также с завершением дивидендного периода.

**Депозитно-кредитный рынок.** Увеличение доходности государственных облигаций и долгосрочных ставок денежного рынка в России во второй половине 2018 г. привело к росту ставок на депозитно-кредитном рынке. При этом своевременные решения Банка России в сентябре и декабре 2018 г. в ответ на действие проинфляционных факторов ограничились проинфляционными рисками, что, в свою очередь, ограничило и потенциал роста ставок на финансовом рынке.

В январе 2019 г. продолжали расти ставки как по валютным, так и по рублевым депозитам, поддерживаемые конкуренцией между банками за вкладчиков (рис. 3.29). В то же время банки уже не ожидали дальнейшего роста ставок. Они постепенно стали снижать ставки по валютным депозитам – в феврале, и по рублевым депозитам – в марте на фоне продолжающегося снижения ставок по долгосрочным инструментам



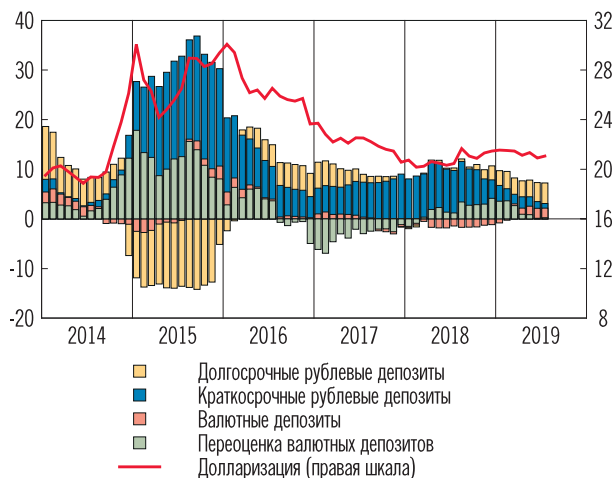
фондового и денежного рынков, в том числе под влиянием ожиданий дальнейшего замедления инфляции и понижения ключевой ставки Банка России. По мере возвращения инфляции к цели и соответствующей коррекции долгосрочных ставок денежного рынка и доходности облигаций до конца 2019 г. можно ожидать дальнейшего понижения среднерыночных депозитных ставок.

Благодаря повышению номинальных ставок в конце 2018 – начале 2019 г. банковские депозиты сохраняли привлекательность для вкладчиков. После временного снижения до 5,4% по итогам января годовые темпы роста депозитов физических лиц увеличились до 7,1% на начало августа (рис. 3.30)<sup>8</sup>. Также на протяжении января-августа 2019 г. в основном наблюдалась тенденция к замещению краткосрочных рублевых депозитов долгосрочными.

На корпоративном кредитном рынке долгосрочные процентные ставки стабилизировались уже в начале 2019 г., однако на розничном они продолжили расти до апреля-мая – в зависимости от сегмента. В целом к июлю под влиянием сигналов и принятых Банком России решений о снижении ключевой ставки потенциал роста кредитных ставок был исчерпан. В июле-августе ряд крупнейших участников рынка понизил ставки по ипотечным продуктам, что также будет способствовать дальнейшему уменьшению среднерыночных ставок.

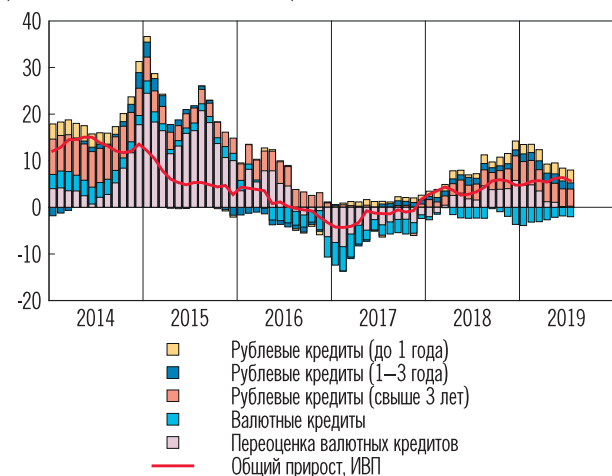
По мере снижения стоимости банковского фондирования и доходности аль-

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ (вклад отдельных элементов в п.п.) Рис. 3.30



Источник: Банк России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ КОРПОРАТИВНОГО КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ (вклад отдельных элементов в п.п.) Рис. 3.31



Источник: Банк России.

<sup>8</sup> Здесь и далее приросты балансовых показателей банков рассчитаны по данным отчетности действующих кредитных организаций, внесенных в Книгу государственной регистрации на соответствующую отчетную дату. Приросты валютных требований и обязательств рассчитаны в долларовом эквиваленте. Для анализа потоков средств между банками и их клиентами при расчете приростов балансовых показателей (в том числе широкой денежной массы), включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубль по среднехронологическому курсу.

### ИСТОЧНИКИ ФОРМИРОВАНИЯ ШИРОКОЙ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

Рис. 3.32

(вклад в годовые темпы прироста, п.п.)

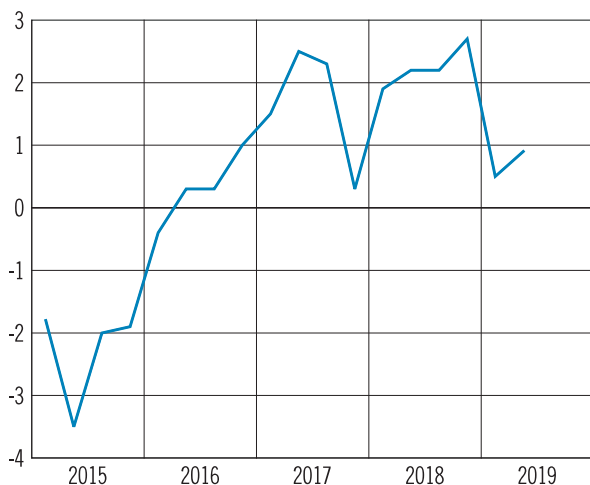


Источник: Банк России.

### ТЕМП ПРИРОСТА ВВП

Рис. 3.33

(в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источник: Росстат.

тернативных финансовых инструментов до конца 2019 г. можно ожидать формирования устойчивой тенденции к снижению кредитных ставок, поддерживаемой конкуренцией за качественных заемщиков между банками.

В январе-августе 2019 г. как в розничном, так и в корпоративном сегменте повышались темпы роста кредитного портфеля на фоне относительно стабильных ценовых и неценовых условий кредитования (рис. 3.31). В частности, в июне годовые темпы прироста корпоративных кредитов достигли четырехлетнего максимума, при этом в данном сегменте происходило замещение валютных кредитов рублевыми. В начале 2019 г. существенный вклад в рост розничного кредитования вносили ипотечные кредиты, однако в дальнейшем вклад потребительского кредитования постепенно возрастал. Макропруденциальные меры, направленные на сдерживание отдельных сегментов розничного кредитного рынка с повышенным риском, ограничили потенциал ускорения роста розничного кредитования. Уже в мае годовые темпы прироста розничного кредитного портфеля стали снижаться. По оценкам Банка России, замедление роста розничного кредитования продолжится во второй половине 2019 года.

В первой половине 2019 г. продолжился рост широкой денежной массы (рис. 3.32). Годовые темпы прироста широкой денежной массы на 1.08.2019 составили 7,0%, денежной массы – 7,8%. Основным источником роста был кредит экономике. Рост чистых иностранных активов центрального банка и кредитных организаций компенсировался отрицательным вкладом чистых требований центрального банка и кредитных организаций к органам государственного управления.

## Экономическая активность

**Валовой внутренний продукт.** Если по итогам 2018 г. темпы роста ВВП составили 2,3% и были несколько выше прогноза Банка России, то в первой половине 2019 г. они, напротив, формировались ниже ожиданий (рис. 3.33). В I квартале годовой темп прироста ВВП замедлился до 0,5% и оказался ниже прогнозного интервала Банка России в 1,0–1,5%. В II квартале 2019 г. годовой темп прироста ВВП увеличился до 0,9%.

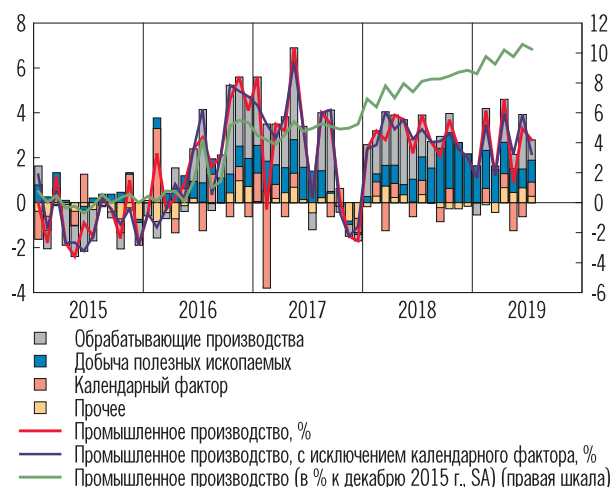
Замедление роста ВВП было связано как со слабой инвестиционной активностью, так и со значительным снижением годовых темпов роста экспорта на фоне в том числе ослабления внешнего спроса. Слабость инвестиционной активности во многом была вызвана снижением государственных инвестиций по отношению к соответствующему периоду 2018 года. Бюджетная политика в целом в первой половине 2019 г. вносила сдерживающий вклад в совокупный спрос.

По мере реализации национальных проектов и увеличения государственных инвестиций ожидается ускорение темпов прироста ВВП. Однако с учетом опубликованной статистики по динамике ВВП в 2018 – первой половине 2019 г. в сентябре Банк России снизил прогноз темпа прироста ВВП в 2019 г. с 1,2–1,7 до 0,8–1,3%.

**Производственная активность.** Годовые темпы роста промышленного производства в первые семь месяцев 2019 г. складывались в среднем ниже, чем в соответствующий период прошлого года (рис. 3.34). При этом наблюдались сильные колебания темпов роста от 0,9 до 4,6%. Месячные сезонно сглаженные данные указывают на то, что промышленное производство повышается. Вместе с тем рост производственной активности остается неустойчивым и неоднородным по отдельным видам производства.

ПРОМЫШЛЕННОЕ ПРОИЗВОДСТВО  
(вклад в п.п. в годовой прирост)

Рис. 3.34



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ИНДИКАТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

Рис. 3.35

(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

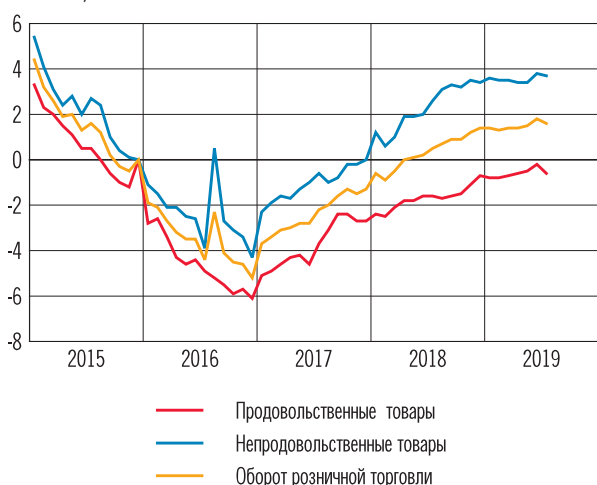


Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

### ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Рис. 3.36

(прирост в % к декабрю 2015 г. с устранением  
сезонности)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Основной положительный вклад в темп прироста промышленного производства вносила добыча полезных ископаемых. Прирост выпуска обрабатывающих производств был волатильным.

В первой половине 2019 г. годовые темпы роста добычи полезных ископаемых постепенно понижались – с 4,8–5,1% в январе-феврале до 2,3% в июне, после чего достигли 3,0% в июле. Замедление темпов роста во многом было вызвано слабым внешним спросом и сохранением ограничений на добычу нефти в ОПЕК+, а также сокращением поставок нефти из-за попадания загрязненного сырья в нефтепровод «Дружба».

Динамика выпуска в обрабатывающей промышленности оставалась неустойчивой. В январе-июле 2019 г. годовые темпы роста колебались в интервале от -1,0 до 4,7%. Помесячная динамика производства отдельных видов товаров была разнонаправленной, обусловленной специфическими для этих видов производств факторами.

**Инвестиции и потребление.** В I квартале 2019 г. годовой темп прироста инвестиций в основной капитал замедлился до 0,5% с 2,9% в предыдущем квартале, и в II квартале 2019 г. темп прироста составил 0,6% по отношению к соответствующему периоду 2018 г. (рис. 3.35). По оценкам Банка России, инвестиционный спрос в II квартале во многом удовлетворялся за счет отечественной продукции, учитывая заметное снижение импорта инвестиционных товаров.

Инвестиционную активность, как и в конце предыдущего года, продолжало сдерживать временное замедление государственных инвестиций. При этом годовые темпы прироста инвестиций в основной капитал со стороны частного сектора (за исключением инфраструктурных инвестиций) также замедлились.

Динамика таких показателей инвестиционной активности, как выпуск инвестиционных товаров и импорт машиностроительной продукции, в январе-июле 2019 г. была неоднородной и неустойчивой. Годовые темпы роста объема строительных работ находились вблизи нуля.

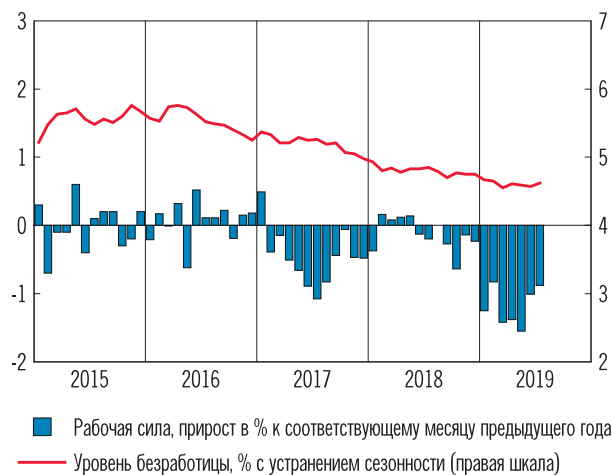
В первые кварталы 2019 г. в основном происходило замедление потребительского спроса. Это отражалось в снижении годовых темпов роста оборота розничной торговли с 2,7% в декабре до 1–1,4% в мае-июле (рис. 3.36). Замедление потребительского спроса в основном было связано с динамикой реальных располагаемых доходов населения (см. пункт «Рынок труда и доходы»). Динамика индикаторов потребительских настроений оставалась неоднородной и не позволяла сделать однозначных выводов об их улучшении. В июне наметились некоторые признаки повышения потребительской активности, однако говорить об ускорении роста потребительского спроса пока преждевременно.

**Рынок труда и доходы.** В течение 2019 г. уровень безработицы продолжил снижаться, обновляя исторические минимумы. В июле с исключением сезонности он составил 4,6% (рис. 3.37). Это сопровождалось сокращением рабочей силы (в годовом сопоставлении), во многом вызванным демографическими факторами.

После замедления годового роста реальной заработной платы в I квартале 2019 г. (до 0,0% в феврале) в апреле-июле наметилось его некоторое ускорение (до 3,5% в июле) (рис. 3.38). В первые месяцы рост реальной заработной платы оставался сдержанным из-за замедления темпов роста номинальной заработной платы с 7,3% в декабре до 5,2% в феврале и из-за временного повышения инфляции в конце 2018 – начале 2019 года. С учетом наблюдаемой динамики

БЕЗРАБОТИЦА И РАБОЧАЯ СИЛА

Рис. 3.37

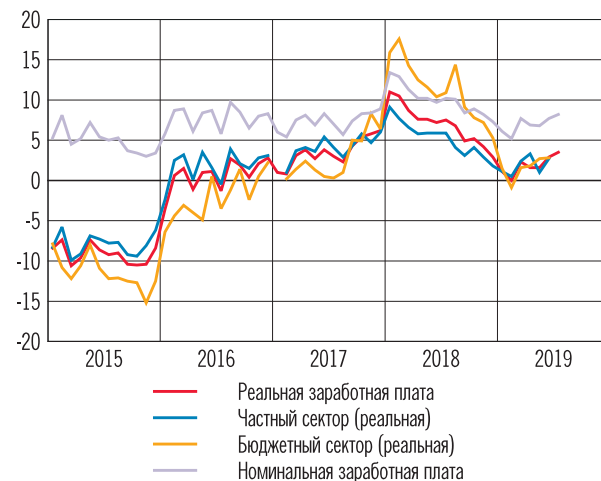


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА

Рис. 3.38

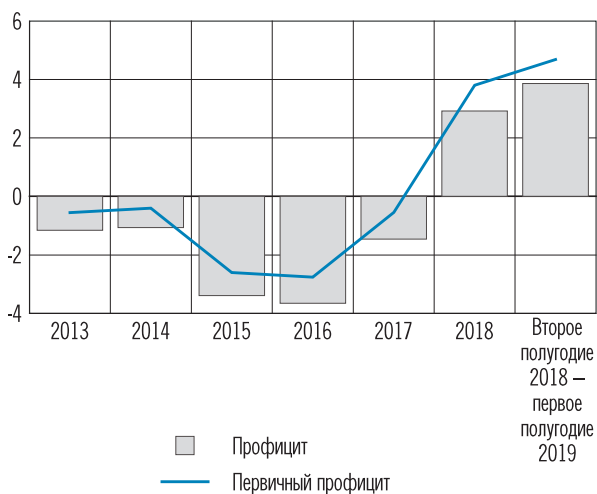
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ  
(% ВВП)

Рис. 3.39



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

ки и ожидаемого ускорения темпов роста ВВП в III–IV квартале прогнозируется рост реальной заработной платы вблизи 3–3,5% в годовом сопоставлении.

Замедление роста трудовых компенсаций привело к сокращению годового темпа прироста реальных располагаемых доходов населения в I квартале 2019 г. до -2,5%. В II квартале 2019 г. падение доходов замедлилось до -0,2%, что связано с перерасчетом пенсий (доведение до региональных прожиточных минимумов) и замедлением сокращения годовых темпов роста прочих доходов до -6,1% после -22% в I квартале 2019 года.

### Государственные финансы

По итогам 2018 г. в бюджетной системе впервые с 2012 г. наблюдался профицит, при этом в первом полугодии 2019 г. профицит продолжил увеличиваться (рис. 3.39). Его формирование было обусловлено опережающим ростом доходов (10,8% г/г) по сравнению с увеличением расходов (4,5% г/г). Происходило увеличение как нефтегазовых доходов (на 4,7%), так и нефтегазовых доходов (на 12,7%) в связи с увеличением базовой ставки НДС и ростом финансового результата деятельности организаций в первой половине 2019 года. В июне 2019 г. 12-месячный скользящий нефтегазовый дефицит бюджетной системы снизился до 4,7% ВВП (за 2018 г. – 5,8%).

**Макроэкономические эффекты бюджетной политики.** Бюджетная политика в первом полугодии 2019 г. вносила сдерживающий вклад в совокупный спрос. Об этом свидетельствует рост поступлений по нефтегазовым доходам, в первую очередь НДС, и медленное исполнение расходов, в том числе на национальные проекты. В частности, расходы расширенного правительства на капитальные вложения в январе-июне 2019 г.

в номинальном выражении оказались на 4,5% ниже, чем в аналогичном периоде прошлого года. В III–IV кварталах 2019 г., по оценкам Банка России, бюджетная политика начнет оказывать поддержку внутреннему спросу, бюджетный импульс выйдет в положительную область в поквартальном сопоставлении. Это связано с сезонностью исполнения расходов бюджетной системы, ожидаемым ускорением расходов на реализацию национальных проектов и других мер, направленных на достижение национальных целей. В целом в 2019 г. бюджетная политика, по оценкам Банка России, будет носить сдерживающий характер.

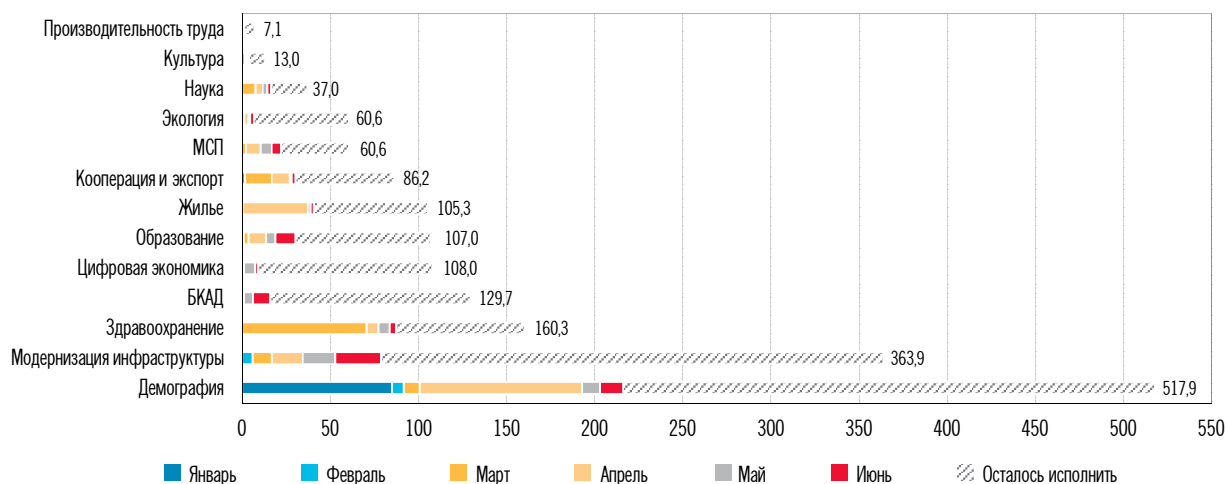
**Национальные проекты.** На финансирование национальных проектов и «Комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 г.» в январе-июне из федерального бюджета было направлено 559 млрд руб., что составляет 32%

запланированных бюджетных ассигнований на 2019 г. (рис. 3.40). Наибольший уровень исполнения расходов отмечается по национальным проектам «Здравоохранение», «Демография» и «Наука» (55, 42 и 44% соответственно), наименьший – по национальным проектам «Цифровая экономика», «Экология» и «Безопасные и качественные автомобильные дороги» (8, 11 и 12% соответственно). Увеличение объемов бюджетных расходов во втором полугодии текущего года может иметь проинфляционный эффект в конце 2019 – начале 2020 года.

**Государственный долг.** Благоприятная рыночная конъюнктура и новый формат проведения аукционов по размещению ОФЗ (без ограничения объема предложения) позволили разместить облигации в объеме, превышающем планы по их выпуску. В частности, в первом полугодии 2019 г. было размещено ОФЗ на 1371 млрд руб., что составляет 130,6% от плана.

ИСПОЛНЕНИЕ ФЕДЕРАЛЬНЫХ РАСХОДОВ ПО НАЦИОНАЛЬНЫМ ПРОЕКТАМ В 2019 ГОДУ  
(накопленным итогом, млрд руб)

Рис. 3.40



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

## Влияние немонетарных факторов на инфляцию

В рамках режима таргетирования инфляции главную роль в поддержании среднесрочной ценовой стабильности играет денежно-кредитная политика. Центральный банк устанавливает и изменяет ключевую ставку таким образом, чтобы поддерживать инфляцию вблизи цели. Однако в отдельные периоды на инфляцию воздействуют такие факторы, влияние которых не может быть ограничено мерами денежно-кредитной политики, – такие факторы называются немонетарными факторами<sup>1</sup>. Как правило, их влияние носит временный характер. Тем не менее они могут отражаться на инфляционных ожиданиях экономических агентов и приводить к более существенным и длительным отклонениям инфляции от цели. В этих условиях нарастание проинфляционных рисков может потребовать реакции со стороны центрального банка. Кроме того, действие немонетарных факторов может снижать эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Для уменьшения влияния немонетарных факторов на волатильность цен и сокращения масштабов отклонения инфляции от целевого уровня требуются скоординированные действия в рамках различных направлений макроэкономической политики.

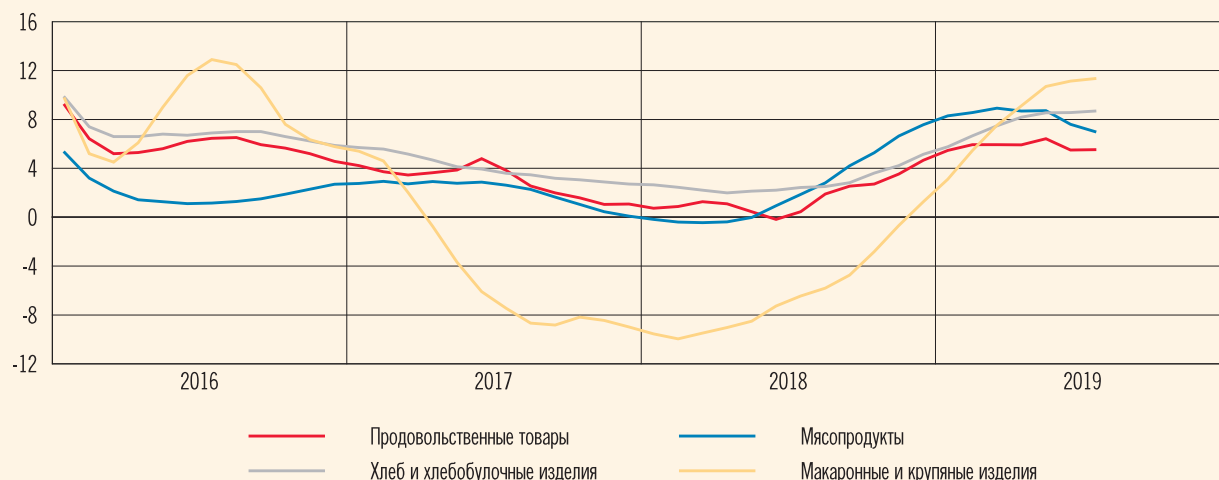
При оценке влияния немонетарных факторов (его масштабов, продолжительности) Банк России учитывает, что они зависят также от особенностей ценообразования на рынке отдельных товаров и услуг. Рынки торгуемых товаров и услуг подвержены влиянию внешних шоков, тогда как рынки неторгуемых благ в большей мере зависят от динамики затрат, формируемой внутренними условиями (структурными, институциональными). На конкурентных рынках товаров и услуг динамика цен и их волатильность менее чувствительны к внешним воздействиям, тогда как реакция цен на рынках с высокой концентрацией может оказаться непредвиденной и иметь негативные последствия для инфляционных ожиданий экономических агентов.

В последние два года наиболее заметное влияние на инфляцию оказывали такие немонетарные факторы, как предложение аграрной продукции и продовольствия, внешние шоки, определявшие динамику цен экспорта, а также внутренние институциональные факторы.

**Предложение аграрной продукции и продовольствия.** Как и в предыдущие годы, в 2018–2019 гг. одним из основных факторов формирования потребительских цен на продукты питания являлось предложение продукции сельского хозяйства и пищевой промышленности. Так, заметный вклад в ускорение продовольственной инфляции во второй половине 2018 – первые месяцы 2019 г. вносило повышение темпов роста цен на мясо и мясные продукты (рис. 1). Оно было в значительной ме-

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 1



Источник: Росстат.

<sup>1</sup> Вопрос определения немонетарных факторов рассмотрен в докладе «О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности», подготовленном в 2017 г., <http://www.cbr.ru/Content/Document/File/25502/nfi.pdf>.



**ТЕМПЫ ПРИРОСТА ЦЕН НА ПЛОДОВООЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ**  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2



Источник: Росстат.

ре обусловлено подстройкой предложения к спросу, нацеленной на восстановление рентабельности производства. Ее падение в предыдущие годы стало результатом расширения предложения, опережавшего динамику потребительского спроса, в условиях недостатка перерабатывающих мощностей и ограниченных возможностей наращивания экспорта. Влияние на конъюнктуру рынка птицы и свинины оказывал также такой немонетарный фактор, как неблагоприятная эпизоотическая ситуация. С апреля 2019 г. темпы роста цен на мясoproductы снижаются, что, видимо, указывает на завершение подстройки предложения к спросу.

Удорожание мясной продукции было достаточно умеренным и плавным, тем не менее оно нашло отражение в восприятии инфляции населением: согласно опросам ООО «инФОМ», проводившимся по заказу Банка России, на протяжении 2018–2019 гг. респонденты постоянно называли мясо и птицу в числе быстро дорожающих товаров.

Снижение урожая зерна в 2018 г. в России отразилось на ценах внутреннего рынка и стало одним из факторов роста мировых цен. Другим немонетарным фактором, оказавшим давление на цены зерновых на российском рынке, стало повышение цены экспортной альтернативы (нетбэк), ставшее результатом роста мировых цен и ослабления рубля. В этих условиях отмечалось ускорение роста потребительских цен на продукты переработки зерновых, продолжившееся и в 2019 году.

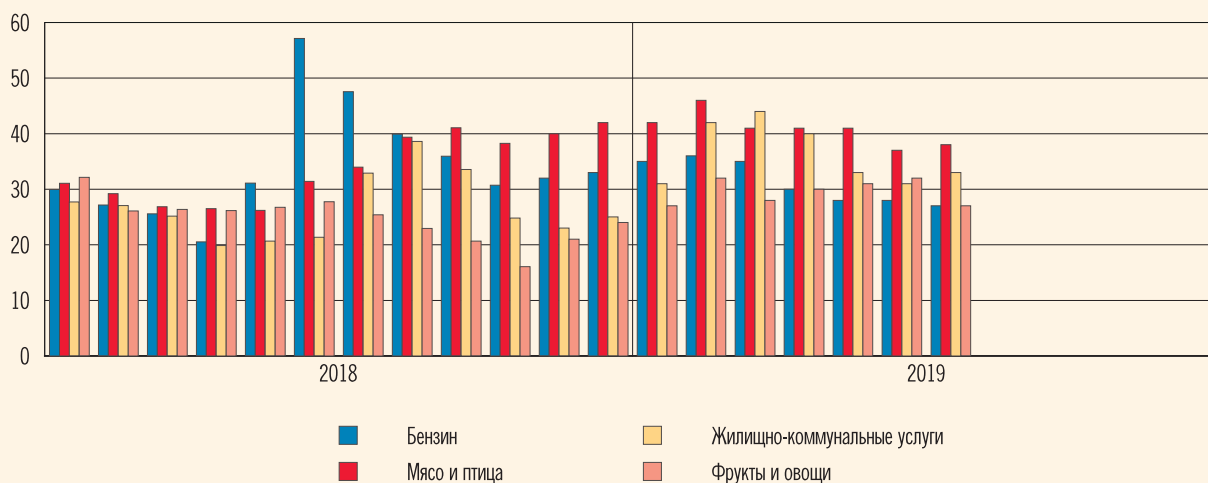
Остается неустойчивой динамика цен на плодоовощную продукцию, в значительной мере формируемая факторами со стороны предложения. Например, смещение сроков уборки урожая и его недостаточное качество определяли динамику цен на капусту во второй половине 2018 – первой половине 2019 года. Также раннее поступление овощей в июне 2019 г. (из-за теплой весны) привело к большему, чем обычно, снижению цен на них и в целом на плодоовощную продукцию (рис. 2).

**Цены на мировых товарных рынках и обменный курс.** Повышение экспортного паритета<sup>2</sup> как результат роста мировых цен и ослабления рубля, вызванного нарастанием геополитических рисков, привело в апреле-июне 2018 г. к нарастанию инфляционного давления на рынке нефти и нефтепродуктов. На потребительском рынке моторного топлива произошел ценовой скачок, неожиданный для потребителей. Обычно рост цен на этот товар отличается плавностью и небольшими масштабами: такая схема сложилась в условиях доминирования на рынке вертикально интегрированных нефтяных компаний, имеющих возможность переносить «центр прибыли» на различные звенья производственно-сбытовой цепочки, с одной стороны, и внимания государства к данному социально значимому рынку – с другой. Несмотря на стабилизацию рынка мерами, принятыми Правительством Российской Федерации, население продолжало расценивать уровень цен и проинфляционные риски на рынке нефтепродуктов как повышенные, постоянно отмечая моторное топливо среди быстро до-

<sup>2</sup> Экспортный паритет – цена экспортируемой продукции на мировом рынке, скорректированная на транспортные издержки и налоги. Отражает сравнительную привлекательность экспорта.

РЕЙТИНГ УПОМИНАНИЙ НАИБОЛЕЕ СИЛЬНО ПОДРОЖАВШИХ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(% от опрошенных)

Рис. 3



Источник: ООО «ИНФОМ».

рожающих товаров (рис. 3). Следует отметить, что цены на бензин играют важную роль в формировании восприятия населением текущей инфляции и ожиданий относительно ее будущего уровня (см. информационно-аналитические комментарии «Инфляционные ожидания и потребительские настроения», № 7 (31), июль 2019 г.).

**Институциональные факторы.** В начале 2019 г. ускорение инфляции было связано с действием ряда институциональных немонетарных факторов. Основной вклад внесло повышение ставки НДС. Вместе с тем его влияние было предсказуемым и, кроме того, непродолжительным. Больше неопределенности и рисков несла в себе реформа в сфере обращения с твердыми коммунальными отходами, стартовавшая в большинстве российских регионов. Повышение тарифов на сбор ТКО был существенным (только в январе 2019 г. в Орловской, Свердловской, Вологодской областях тарифы увеличились более чем в 2,5 раза). В целом значительные разовые индексации тарифов на отдельные виды коммунальных услуг эпизодически наблюдаются в различных регионах. Подобные непредвиденные ценовые скачки негативно отражаются на инфляционных ожиданиях населения и замедляют их закрепление на цели денежно-кредитной политики.

**Направления мер по ограничению негативного влияния немонетарных факторов.** Приведенные примеры свидетельствуют о том, что необходимо продолжать работу по ограничению действия немонетарных факторов на инфляцию и препятствию их возникновению в будущем. Так, высокую актуальность сохраняют меры по обеспечению устойчивости и эффективности функционирования продовольственного рынка страны, модернизации аграрно-промышленного комплекса (АПК), развитию транспортных, логистических сетей. В частности, важным механизмом развития АПК является строительство и обеспечение работы объектов производства, первичной и последующей (промышленной) переработки, хранения сельскохозяйственной продукции на принципах государственно-частного партнерства (ГЧП). Для широкого распространения механизма ГЧП принимаются меры по устранению правовых рисков реализации проектов, стимулированию финансирования, в том числе за счет льгот для частных инвесторов, развитию института длинных денег.

Конкуренция выступает системным механизмом, сдерживающим динамику и волатильность цен. На ее развитие нацелено внедрение стандарта развития конкуренции в субъектах Российской Федерации. Банк России принимает участие в этом процессе. Так, территориальные учреждения Банка России проводят анализ потребительских цен на товары и услуги, в том числе для выявления негативного влияния несовершенной конкуренции и разработки мер по его сокращению. Осуществляется информационный обмен с заинтересованными региональными органами исполнительной власти.

Кроме того, эффективным инструментом сокращения влияния несовершенной конкуренции, в том числе на рынке моторного топлива, является организованная (биржевая) торговля. Среди задач – создание недискриминационных условий доступа к биржевым товарам всем участникам рынка с од-

новременным повышением дисциплины исполнения биржевых договоров, развитие института товарных брокеров в части обеспечения прозрачности совершаемых ими операций в интересах клиентов, снижение уровня спекулятивного воздействия на ценообразование, обеспечение проведения товарных поставок, развитие торгов поставочными и расчетными производными финансовыми инструментами.

В части регулирования тарифов на услуги коммунального хозяйства необходимо стимулировать снижение системных затрат при сохранении надежности и качества предоставляемых услуг. В число мер входят, например, формирование тарифных формул, позволяющих потребителю или муниципалитету выбирать тарифное меню и гарантирующих соответствие тарифов уровню качества и надежности, стимулирование инфраструктурных инвестиций, в том числе в рамках ГЧП.

При принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России оценивает и учитывает влияние немонетарных факторов на динамику инфляции. Кроме того, анализ эффектов немонетарных факторов важен для разработки мер государственной политики, способствующих снижению их воздействия, которые реализуются Правительством Российской Федерации и региональными органами власти.

## 4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2019 ГОДУ И 2020–2022 ГОДАХ

### Операционная цель и система управления ликвидностью банковского сектора

Банк России оказывает влияние на экономику и инфляцию, устанавливая уровень ключевой ставки. Отправной точкой для формирования всех процентных ставок в экономике являются ставки межбанковского рынка, поэтому операционная цель денежно-кредитной политики Банка России заключается в поддержании однодневных ставок МБК вблизи ключевой ставки Банка России. Необходимым условием для ее достижения является формирование ситуации с ликвидностью, при которой банки располагают объемом денежных средств, достаточным для выполнения обязательных резервных требований и проведения клиентских платежей. Если в результате изменения спроса на наличные деньги, операций по бюджетному каналу или иных факторов остаток средств на корреспондентских счетах банков оказывается выше или ниже этого уровня, Банк России, соответственно, абсорбирует или предоставляет необходимые им средства с помощью своих операций.

Система управления ликвидностью банковского сектора включает в себя обязательные резервные требования, которые формируют у кредитных организаций потребность поддерживать определенный объем средств на корреспондентских счетах в Банке России, аукционы и операции постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Минимальная (максимальная) ставка, по которой кредитные орга-

низации могут привлечь средства у Банка России (разместить в нем избыточную ликвидность) на аукционах, равна ключевой ставке Банка России. Ключевая ставка является центром процентного коридора Банка России, границы которого формируют ставки по операциям постоянного действия. В таком виде система управления ликвидностью банковского сектора существует с конца 2013 года<sup>1</sup>. В последующие годы повышались ее технологичность и удобство использования кредитными организациями.

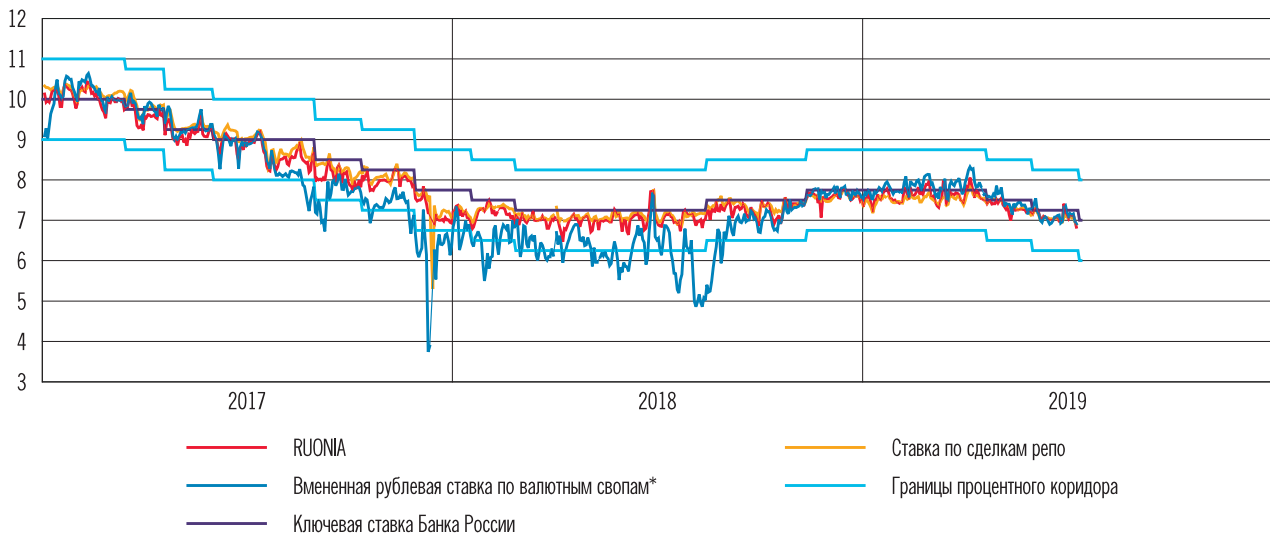
### Достижение операционной цели денежно-кредитной политики

В 2019 г. однодневные ставки МБК находились преимущественно в нижней половине процентного коридора, вблизи ключевой ставки Банка России (рис. 4.1). За январь-август 2019 г. среднее абсолютное отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки (спред) снизилось и составило 18 б.п. (среднее за 2018 г. – 29 б.п.). В конце 2018 г. сокращению спреда препятствовало изменение структуры операций участников денежного рынка, которое произошло в сентябре. Отдельные банки нарастили заимствования в Банке России и в органах бюджетной системы и в связи с этим сократили спрос на денежном рынке. При этом другие участники рынка не сразу адаптировались к изменению рыночной структуры и не увеличили объем предложения на депозитных аукционах

<sup>1</sup> Информация о системе управления ликвидностью банковского сектора представлена на официальном сайте Банка России в разделе «Денежно-кредитная политика», [http://www.cbr.ru/DKP/about\\_monetary\\_policy/monetary\\_policy\\_framework/](http://www.cbr.ru/DKP/about_monetary_policy/monetary_policy_framework/).

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА  
(в % годовых)

Рис. 4.1



\* Временная ставка по обратному валютному свопу Банка России = ставка размещения рублей – ставка заимствования валюты + LIBOR.  
Источник: расчеты Банка России.

Банка России, что приводило к формированию временного избытка ликвидности на счетах банков. В конце 2018 – начале 2019 г. на фоне снижения кредитов постоянного действия в Банке России спрос крупных кредитных организаций на рублевую ликвидность на рынке повысился. По мере стабилизации размера профицита ликвидности и сближения величины предложения банков на депозитных аукционах с устанавливаемыми Банком России лимитами происходило сужение спреда рыночных ставок к ключевой ставке. В дальнейшем в условиях сохранения профицита ликвидности и при отсутствии значительных единовременных притоков ликвидности отрицательный спред рыночных ставок к ключевой ставке, по оценкам Банка России, в среднем не будет превышать 25 базисных пунктов.

### Факторы формирования и прогноз ликвидности

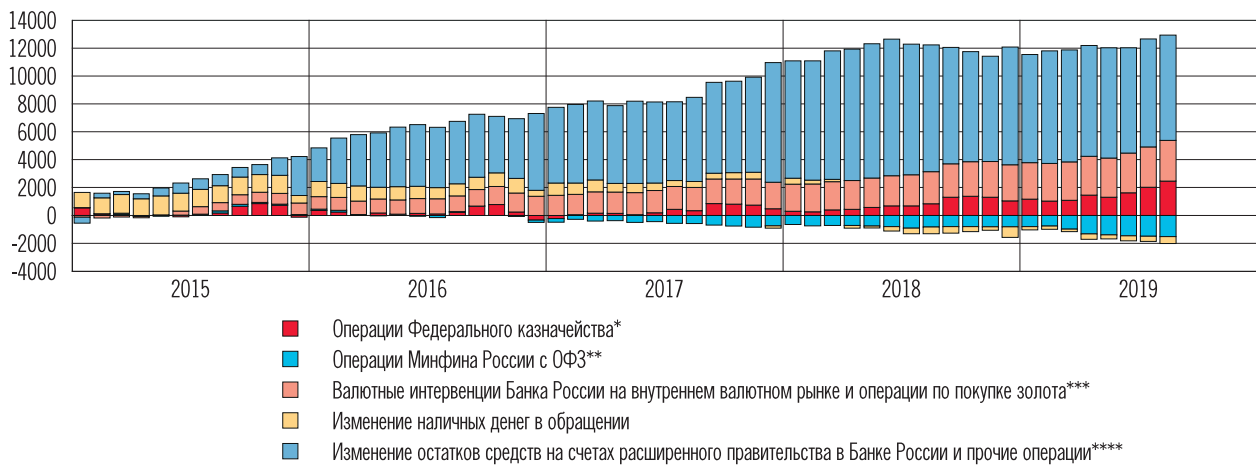
В 2019 г. в банковском секторе сохранялся структурный профицит ликвидности. Это означает, что на счетах кредитных

организаций в Банке России денежных средств было больше, чем им необходимо для выполнения обязательных резервных требований и проведения платежей, и Банк России проводил аукционы по абсорбированию ликвидности. После увеличения в 2018 г. с 2,6 до 3,0 трлн руб. за январь–август 2019 г. структурный профицит повысился до 3,3 трлн рублей. В целом по итогам года ожидается его дальнейший рост до 3,4–3,7 трлн рублей.

В 2018 г. значимым источником притока ликвидности были меры Банка России по финансовому оздоровлению отдельных кредитных организаций. При этом бюджетные операции по итогам 2018 г. в отличие от предыдущих лет сформировали отток ликвидности в связи с временной приостановкой покупок Банком России иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила (рис. 4.2). Несмотря на это, структурный профицит на начало 2019 г. сформировался выше прогноза Банка России, представленного в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и пери-

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

Рис. 4.2



\* Без учета операций по размещению средств на банковских счетах в кредитных организациях.

\*\* 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 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.

од 2020 и 2021 годов. Это было связано в том числе с тем, что Федеральное казначейство и бюджеты субъектов Российской Федерации снизили к концу года объем средств, размещенных в банках на депозитах и по договорам репо, в меньшей степени, чем ожидалось Банком России.

Еще одним фактором отклонения сложившегося уровня профицита от прогнозного было опережающее выполнение банками усреднения обязательных резервов в декабре 2018 г., что привело к снижению остатков средств на их корреспондентских счетах и соответствующему росту депозитов овернайт в Банке России в конце года. В предпосылки прогноза ликвидности и денежной программы Банком России была заложена равномерная траектория выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями.

В первом полугодии 2019 г. Банк России возобновил регулярные операции и приступил к проведению отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализа-

ции бюджетного правила. При фактической цене на нефть марки Urals выше базовой цены эти операции компенсируют отток ликвидности за счет крупных налоговых платежей клиентов со счетов банков на бюджетные счета в Банке России в части дополнительных нефтегазовых бюджетных доходов. В 2019 г. отложенные покупки валюты формировали приток средств в банки. Эти операции осуществляются равномерно с февраля 2019 года. В январе-мае 2019 г. бюджетные операции приводили преимущественно к оттоку ликвидности и сокращению профицита, поскольку бюджетные доходы в этот период не в полной мере были компенсированы расходами и покупкой валюты, а также в связи с дальнейшим размещением ОФЗ Минфином России. В июне-августе значительный приток средств сформировался в результате роста задолженности банков по операциям Федерального казначейства. Снижение временно свободных остатков бюджетных средств на едином счете федерального бюджета в Банке России и увеличение размещения средств в банки способ-

ствуется сглаживанию влияния бюджетных операций на потребность банковского сектора в ликвидности. Так, для проведения в конце года запланированных бюджетных расходов Федеральное казначейство может снизить объем размещения средств в банковские депозиты. В целом эти операции будут иметь нейтральное влияние на ликвидность банковского сектора и не приведут к значительному росту профицита в этот период.

На трехлетнем горизонте ожидается сохранение профицита ликвидности. По оценкам Банка России, к концу 2019 г. он составит 3,4–3,7 трлн рублей. В дальнейшем на фоне проведения отложенных покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации бюджетного правила в базовом сценарии ожидается рост структурного профицита ликвидности. Так, профицит ликвидности банковского сектора в базовом сценарии составит 4,8 трлн руб. к концу 2022 г., в сценарии с высокими ценами на нефть – 4,3 трлн рублей. Данные оценки рассчитаны исходя из основных параметров макроэкономического прогноза Банка России и с учетом бюджетных проектировок Минфина России. Банк России и далее будет абсорбировать избыточные средства с помощью депозитных аукционов и размещения купонных облигаций Банка России (КОБР). Это позволит поддерживать ставку МБК вблизи ключевой ставки и формировать денежно-кредитные условия, необходимые для поддержания годовой инфляции вблизи 4%.

### Управление ликвидностью банковского сектора

В условиях профицита ликвидности банковского сектора Банк России, как и ранее, использовал в качестве основных операций денежно-кредитной политики депозитные аукционы на срок 1 не-

деля<sup>2</sup> (рис. 4.3). При этом в 2019 г. объем привлекаемых на них средств несколько снизился. Так, в 2018 г. средний объем привлечения средств на недельных депозитных аукционах составил 2,2 трлн руб., а в январе-августе текущего года – около 1,4 трлн рублей. Это связано как с сезонным снижением профицита ликвидности в первой половине года, так и с увеличением объема размещения КОБР на срок 3 месяца. Банк России выпускает эти облигации с целью абсорбировать устойчивую часть избыточной ликвидности на более длинные сроки. В 2018 г. средний объем КОБР в обращении<sup>3</sup> был равен 1,1 трлн руб., а в январе-августе 2019 г. – 1,5 трлн руб., что составляет около половины общего объема абсорбируемой ликвидности. В связи с ожидаемым во второй половине 2019 г. временным снижением профицита и меньшей потребностью в абсорбировании устойчивой части избытка ликвидности Банк России с июля 2019 г. сокращал объем размещения КОБР. Одновременно в июле-августе банки увеличили свой спрос на депозиты Федерального казначейства, что привело к росту структурного профицита ликвидности. В этих условиях Банк России повышал лимиты на депозитных аукционах. К концу 2019 г. выпуск КОБР будет снова увеличен пропорционально росту профицита ликвидности.

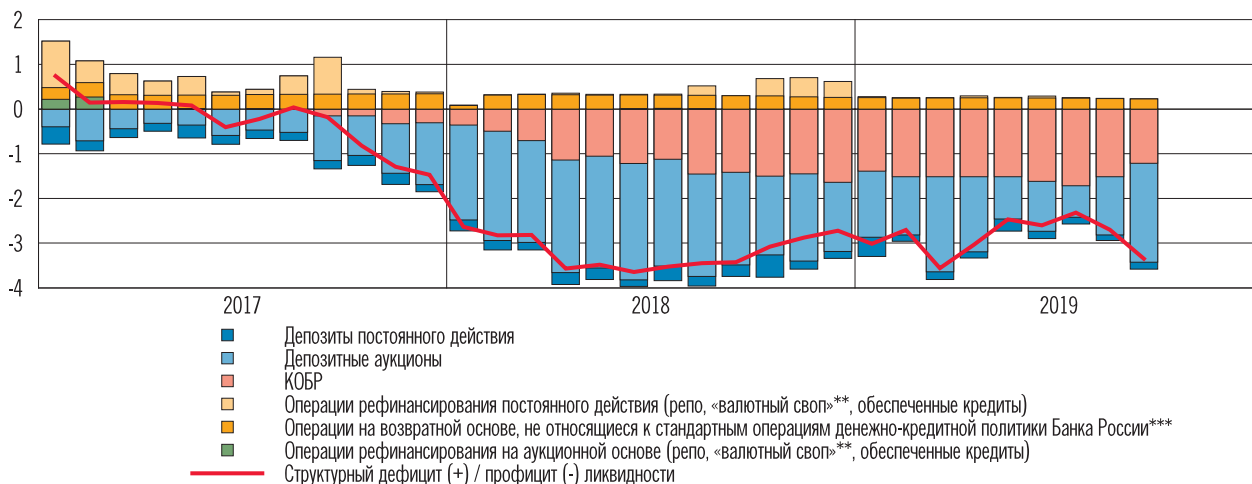
Учитывая постепенную адаптацию банков к сформировавшимся притокам

<sup>2</sup> Основными операциями по управлению ликвидностью банковского сектора являются аукционы на срок 1 неделя. В условиях структурного профицита ликвидности это депозитные аукционы. Такие операции используются для оперативного управления ликвидностью банковского сектора. В дополнение к основным операциям Банк России использует среднесрочные операции. В случае структурного профицита это купонные облигации Банка России. С их помощью Банк России абсорбирует устойчивую часть структурного избытка, снижая объем требований по депозитам, который кредитным организациям необходимо еженедельно пролонгировать.

<sup>3</sup> По номинальной стоимости с учетом накопленного купонного дохода.

СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ\*  
(накопленным итогом, млрд 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.

ликвидности и более активное их участие в основных операциях Банка России по абсорбированию, в 2019 г. снизилась частота проведения Банком России аукционов «тонкой настройки». Они проводились преимущественно в последние дни периодов усреднения обязательных резервов с целью уменьшить отклонение краткосрочных ставок МБК от ключевой ставки.

За исключением конца 2018 г., кредитные организации не предъявляли регулярного спроса на операции Банка России по предоставлению ликвидности. Эти инструменты были востребованы лишь отдельными банками при росте их потребности в ликвидности вследствие краткосрочных дисбалансов, которые не могли быть урегулированы с помощью операций на межбанковском рынке.

В январе-августе 2019 г. объем средств, который кредитные организации должны были за период усреднения поддерживать на корреспондентских счетах, составлял около 2,3 трлн руб. (дополнительно 0,6 трлн руб. банки поддерживали на специальных счетах для хранения обязательных резервов, средства

на которых банкам не доступны для текущих расчетов). С апреля 2019 г. вступило в силу решение Банка России об уточнении состава резервируемых обязательств кредитных организаций и снижении нормативов обязательных резервов по отдельным видам обязательств. Данное решение было направлено на повышение прозрачности и унификацию порядка расчета величины обязательных резервов. В состав резервируемых обязательств кредитных организаций были включены все долгосрочные обязательства кредитной организации перед международными финансовыми организациями, а также перед государственной корпорацией развития «ВЭБ.РФ». Для компенсации увеличения суммы обязательных резервов одновременно были снижены на 0,25 п.п., до 4,75%, нормативы обязательных резервов по отдельным видам обязательств. В связи с этим влияние указанных решений на ликвидность банковского сектора было нейтральным.

С июля 2019 г. с целью дестимулирования роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных органи-



заций Банк России повысил на 1 п.п. нормативы обязательных резервов по обязательствам перед физическими лицами в иностранной валюте для банков с универсальной лицензией, банков с базовой лицензией и небанковских кредитных

организаций – до 8,00%. В результате совокупный объем обязательных резервов кредитных организаций (включая средства на специализированных счетах) увеличился на 35 млрд рублей.

## Оптимизация процедуры проведения операций Банка России

Банк России в 2019 г. продолжил повышать технологичность и удобство использования банками операций Банка России.

С 23 января 2019 г. обмен электронными документами с кредитными организациями в рамках депозитных и кредитных (в части стандартных инструментов рефинансирования) операций был переведен на личные кабинеты (в соответствии с Указанием Банка России от 3.11.2017 № 4600-У<sup>1</sup>). Перечень документов, обмен которыми осуществляется только в электронном виде, также был расширен. С 3 июня 2019 г. извещения о предоставлении кредитов, уведомления об изменении процентных ставок по предоставленным кредитам, а также уведомления об изменении состава предмета залога по кредиту направляются Банком России в кредитные организации только в электронном виде через личные кабинеты.

С 15 апреля 2019 г. Банк России продлил с 19:00 до 20:25 по московскому времени время приема заявлений на получение кредитов Банка России, обеспеченных ценными бумагами или правами требования по кредитным договорам. Данная мера расширит возможности кредитных организаций по управлению собственной ликвидностью в период урегулирования регулярного сеанса платежной системы Банка России. Период урегулирования был введен в действие со второго полугодия 2018 г. и длится с 20:00 до 21:00 по московскому времени. В это время осуществлять платежи могут только банки и клиринговые организации по отдельным операциям. Это позволяет банкам после проведения всех клиентских платежей оценить свою позицию по ликвидности к концу операционного дня и привлечь или разместить средства на межбанковском рынке или в Банке России.

В начале 2020 г. планируется перевести на электронный документооборот через личные кабинеты взаимодействие с кредитными организациями в рамках обмена информацией по нерыночным активам.

В начале 2019 г. Банком России был запущен сервис быстрых платежей, предусматривающий перевод денежных средств между физическими лицами, являющимися клиентами кредитных организаций, круглосуточно в режиме реального времени. Банк России выполняет функции расчетного центра сервиса быстрых платежей, а функции операционного центра и платежного клирингового центра – АО «НСПК».

С 2020 г. Банк России планирует предоставить банкам возможность использовать внутрисдневные кредиты и кредиты овернайт для обеспечения расчетов в сервисе быстрых платежей в ночное время, в выходные и праздничные дни. Это позволит исключить ситуации, когда для бесперебойного проведения операций в сервисе быстрых платежей банки вынуждены поддерживать избыточный запас ликвидности на своих корреспондентских счетах в Банке России, не обусловленные мотивом выполнения обязательных резервных требований.

<sup>1</sup> Указание Банка России от 3.11.2017 № 4600-У «О порядке взаимодействия Банка России с кредитными организациями, некредитными финансовыми организациями и другими участниками информационного обмена при использовании ими информационных ресурсов Банка России, в том числе личного кабинета».

## Целевая схема по обязательным резервным требованиям

Банк России продолжает работу над совершенствованием механизма обязательного резервирования – повышением его технологичности, простоты для кредитных организаций и минимизацией операционных ошибок с их стороны. В ближайшие годы Банк России планирует реализовать следующие основные изменения в порядке формирования кредитными организациями обязательных резервов.

- Отказ от представления кредитными организациями в Банк России специальных отчетов о размере обязательных резервов. Расчет величины обязательных резервов кредитных организаций будет осуществляться Банком России по данным балансов кредитных организаций, а также иных отдельных форм отчетности, представляемых кредитными организациями в Банк России. По итогам расчета Банк России будет направлять в кредитные организации информацию о суммах обязательных резервов, подлежащих депонированию на счетах для хранения обязательных резервов, и суммах обязательных резервов, подлежащих поддержанию путем выполнения кредитными организациями обязанности по усреднению обязательных резервов.
- Установление обязанности использования механизма усреднения обязательных резервов для всех кредитных организаций.
- Изменение периодичности перерасчета с кредитными организациями по обязательным резервам, подлежащим депонированию на счетах для хранения обязательных резервов. При сохранении ежемесячного регулирования Банком России размера обязательных резервов изменение остатка средств на счете по учету обязательных резервов будет осуществляться 1 раз в год, а величина усредняемых обязательных резервов будет меняться (расти или снижаться в зависимости от динамики резервируемых обязательств и с учетом постоянного остатка средств на счете по учету обязательных резервов) ежемесячно.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### ПРИЛОЖЕНИЕ 1

#### ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА 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, участников финансового рынка, домашних хозяйств. 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.

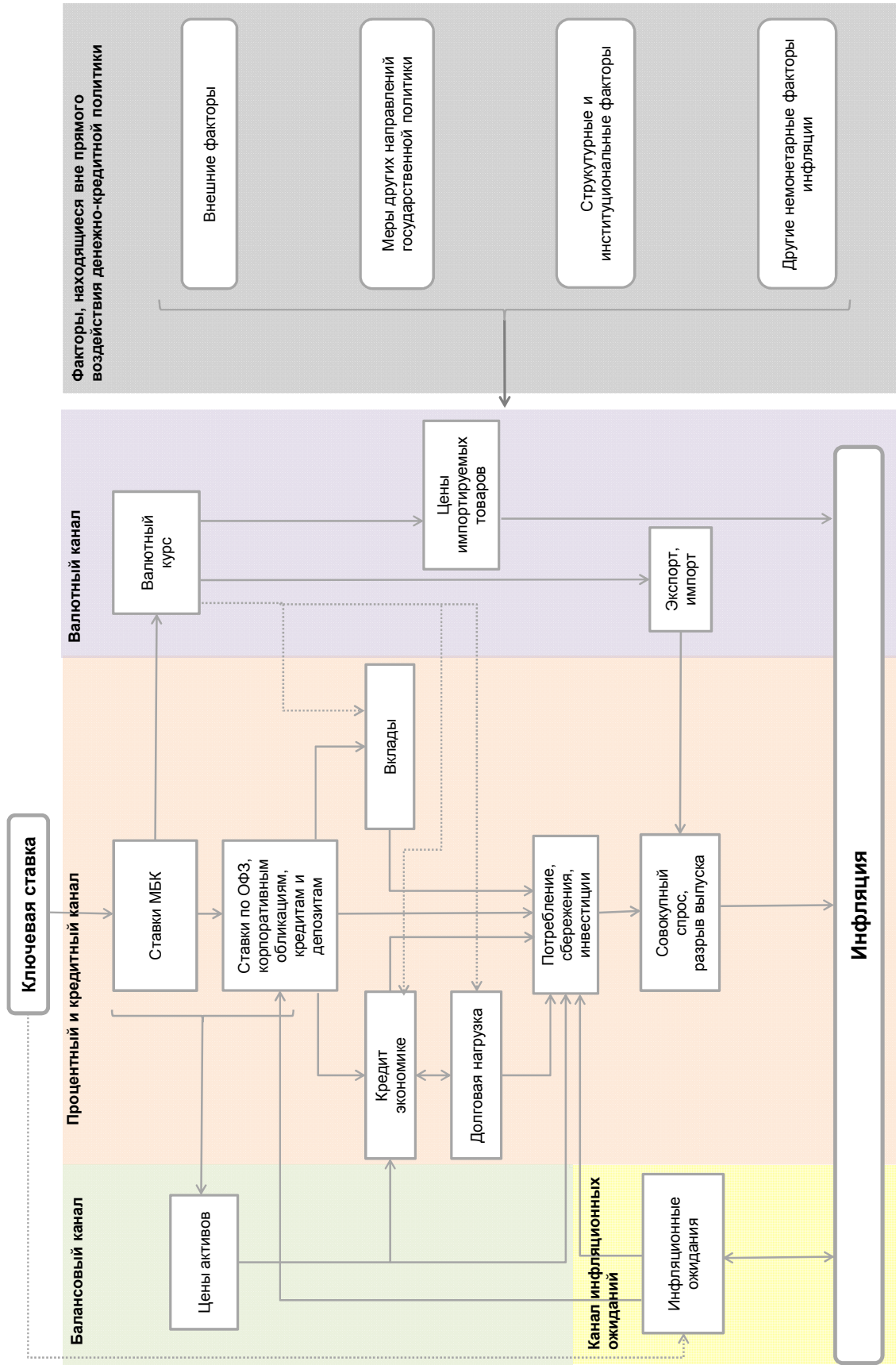
Кроме того, на инфляцию и функционирование трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики воздействует ряд немонетарных факторов, то есть факторов, на которые центральный банк не оказывает непосредственного влияния (подробнее см. врезку «Влияние немонетарных факторов на инфляцию» в разделе 3). К их числу относятся структурные и институциональные особенности экономики, технологические и природные процессы, 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 представлена характеристика основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России. При ознакомлении с материалами приложения необходимо учитывать ряд фактов.

Во-первых, 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%.

Схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Мосилат А. Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит, № 9, 2017.

Во-вторых, 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 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 уменьшаются 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 в приложении 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 воздействует на ставки на всех сегментах национального финансового рынка. Изменение ставок по кредитам и депозитам влияет на готовность компаний и населения занимать или сберегать и, следовательно, на спрос на финансовые инструменты (процентный канал). Одновременно изменение ставок финансового рынка оказывает влияние 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, совокупного 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, близких к исходному изменению 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 «Состояние ликвидности банковского сектора и возможности кредитования экономики»).

Изменение однодневной ставки МБК транслируется в изменение ставок МБК на более длительные сроки, что требует чуть больше времени и определяется не только фактическим снижением или повышением однодневной ставки, но и переменной 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 могут опережать изменение краткосрочных ставок. Возможна и обратная ситуация. Например, если центральный банк повышает ключевую ставку в ответ на рост рисков ускорения 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.

Кроме ожиданий влияние на уровень межбанковских ставок на различные сроки оказывает ряд других факторов (уровень неопределенности в экономике, определяющий премию по кредитам на более длительные сроки, структура рынка, включая концентрацию заемщиков и кредиторов на его отдельных сегментах). По оценкам Банка России, изменение однодневной ставки МБК (MIACR) на 1 п.п. в течение двух недель транслируется 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<sup>1</sup>. Более слабая реакция долгосрочных ставок на изменение ставок по однодневным МБК связана с охарактеризованным выше эффектом ожиданий: резкое повышение ключевой ставки (и вслед за ней – ставки по однодневным МБК) воспринимается как временная мера, и в долгосрочных ставках учитывается ожидаемое в будущем снижение краткосрочных ставок.

<sup>1</sup> Здесь и далее оценки влияния приводятся при прочих равных условиях, то есть при условии неизменности других факторов, которые могут оказывать влияние на итоговый показатель.

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 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 вследствие этого, 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 «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. Так, в деятельности крупных банков встречаются периоды сохранения ставок на неизменном уровне в течение 2–3 кварталов, несмотря на изменения ключевой ставки на протяжении этого периода. 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 течение 2–4 месяцев, по краткосрочным депозитам – 7–9 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 течение 4–6 месяцев, по долгосрочным депозитам реакция аналогичного масштаба осуществляется в течение 7–9 месяцев. Оставшиеся 0,2 п.п. переносятся как на кредитные, так и на депозитные ставки в течение длительного времени.

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 и ряд иных факторов.

### **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 активность. Во-первых, текущий уровень процентных ставок непосредственно воздействует 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 на которые зависят от уровня процентных ставок, в российской практике пока не так широко 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 является источником прибыли банков, увеличивая банковский капитал, благодаря чему банки могут наращивать объемы кредитных операций.



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 имеет достаточный запас собственного капитала. Однако для отдельных крупных банков фактор достаточности собственного капитала может влиять на объемы и структуру кредитных операций.

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 выдавать больше кредитов, в том числе за счет расширения кредитования более рискованных (и значит, кредитуемых 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, следовательно, 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 риска).

Помимо воздействия через кредитную активность, растущая долговая нагрузка также непосредственно влияет на совокупный 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, например, 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 пока не пользуются популярностью: по данным Банка России, средняя доля кредитов по фиксированным ставкам в общем объеме корпоративных кредитов, выданных российскими банками, в 2018 г. составляла около 85%. На скорость трансмиссии изменения процентных ставок на уровень долговой нагрузки влияет также срочность кредитования. Чем ниже средняя срочность кредитования, чем быстрее выданные ранее кредиты замещаются новыми кредитами, выданными по изменившимся ставкам, тем быстрее реагирует уровень долговой нагрузки на из-

менение процентных ставок. В середине 2019 г. на кредиты сроком свыше 1 года приходилось около 75% портфеля корпоративных кредитов и 85% портфеля розничных кредитов. Соответственно, изменение рыночных ставок относительно медленно сказывалось на долговой нагрузке российских заемщиков.

По оценкам Банка России, при изменении средневзвешенной<sup>2</sup> 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 изменения ставки. Существуют и другие факторы, которые воздействуют 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, что подтверждают и оценки Банка России, может приводить к увеличению рисков неплатежеспособности домохозяйств и компаний реального сектора и последующему их банкротству. Результатом может оказаться 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 показатели долговой нагрузки заемщиков, а также широкий круг индикаторов функционирования банковского сектора. 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 на 1 п.п., вызванное изменением ключевой ставки Банка России, приводит к изменению кредита экономике примерно на 1,5% с лагом в один квартал. В дальнейшем, если не происходит возврата ставки к исходным значениям, отклик достигает 2,3% через год и 3,0% через два года.

В свою очередь изменение кредитной активности влияет 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, про-

<sup>2</sup> Средняя ставка, взвешенная по объему предоставленных средств по всем срокам.

исходящее 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 средневзвешенной<sup>3</sup> процентной ставки по кредитам населению в рублях на 10% (например, с 10 до 11% годовых) приводит к сонаправленному изменению нормы сбережения на 0,2 п.п. в течение одного квартала. В течение года указанный эффект может достичь 0,3 п.п., так как на устойчивое изменение ставки с течением времени реагирует все больше людей, принимая решение 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. В целом существует общемировая тенденция к снижению нормы сбережений. Краткосрочные колебания нормы сбережений вокруг устойчивого уровня могут быть связаны не только с динамикой процентных ставок, но и с повышением или снижением уровня неопределенности, влияющим на формирование сбережений из предосторожности, объем которых увеличивается в периоды турбулентности, как, например, в начале 2015 года.

Рыночные процентные ставки, оказывая воздействие на норму сбережений, определяют относительную ценность текущего и будущего потребления и с учетом текущего и ожидаемого потока доходов влияют на 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, имеет меньший количественный эффект 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, банковские кредиты по-прежнему обеспечивают только около 10% вложений в основной капитал (см. Приложение 8 ОНЕГДКП 2018–2020 гг.). В будущем возможен некоторый рост роли кредитных 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 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.

<sup>3</sup> Влияние на сберегательную активность возможно оценить с использованием динамики кредитных ставок, так как в основном кредитные и депозитные ставки изменяются сонаправленно.

## 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 инфляционного 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, при которой его уровень отклоняется от равновесия или производственного потенциала экономики. Такое отклонение называется разрывом выпуска (см. врезку «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 и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики 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 меняется 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 (валютный канал).

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 широкого круга внешних и внутренних факторов, которые напрямую не зависят от центрального банка. Эти факторы лежат за пределами непосредственно трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, но Банк России учитывает

их при анализе текущей ситуации, прогнозировании инфляции и принятии решений по денежно-кредитной политике (см. раздел 3). 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 направлены на достижение определенного уровня курса или темпа его изменения, решают отдельные задачи и не имеют своей целью воздействовать на динамику инфляции или экономического роста. 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 МБК<sup>4</sup>.

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 высокой доли импорта на российском потребительском рынке динамика обменного курса рубля оказывает заметное влияние на инфляцию. В структуре товарных ресурсов розничной торговли доля импорта составила в среднем 35–37% в 2017 – I квартале 2019 года.

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 пределах до 6 месяцев от момента изменения курса.

Реакция внутренних цен на ослабление рубля может быть сильнее, чем в случае его укрепления на краткосрочном горизонте (см. врезку «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 «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

<sup>4</sup> Средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

и устойчивых оценок чувствительности российской инфляции к курсовой динамике на длительных горизонтах необходимо накопить статистические данные за более долгий период, в 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 г. и к таргетированию инфляции в начале 2015 года.

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 налогового бремени. 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 небольшой. Это свойственно для продовольственных цен, что может быть связано со структурными особенностями российского продовольственного рынка: доля импорта наиболее высока в сегменте продуктов с небольшими сроками хранения (например, фрукты, отдельные виды молочной продукции). Цены на услуги также демонстрируют выражено асимметричную реакцию. Особенно чувствительными к курсовым изменениям являются цены на услуги зарубежного туризма, авиаперевозки. Более близкой к симметричной является реакция цен на рынке непродовольственных товаров. Продолжительные сроки хранения позволяют розничным сетям более плавно изменять цены, учитывая не только эпизоды ослабления рубля, но и последующее корректирующее укрепление. По оценке Банка России, в последние годы при ослаблении номинального эффективного курса рубля<sup>5</sup> на 1% инфляция повышается на горизонте полугода не более чем на 0,1 процентного пункта. Реакция на укрепление существенно слабее.

Развитие импортозамещения в сегменте потребительских товаров, постепенное снижение инфляционных ожиданий, финансовая стабильность формируют условия для снижения чувствительности цен к колебаниям обменного курса. Так, в период турбулентности на финансовом рынке в конце 2014 – начале 2015 г. чувствительность ценовой динамики была в 1,5 раза выше, чем сейчас. В 2015–2018 гг. происходило увеличение доли отечественной продукции, в особенности в производстве некоторых мясных и молочных продуктов. Доля отечественного производства в товарных ресурсах внутреннего рынка в начале 2019 г. приблизилась к 100% по отдельным видам мясной продукции (свинина – 96,5%, птица – 96%), в производстве сыров она достигла 68,8%. В меньшем объеме импортозамещение происходило на рынках непродовольственных потребительских товаров. При этом на протяжении 2017 – первой половины 2018 г. развитие импортозамещения замедлялось по мере насыщения рынка отечественной продукцией, а также из-за произошедшего в 2017 г. укрепления рубля.

## 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

<sup>5</sup> Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

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 результативности политики центрального банка и, соответственно, степени доверия к ней, а также от уровня финансовой грамотности участников экономических отношений. Банк России анализирует ожидания всех групп участников, так как ожидания каждой группы имеют свою специфику и воздействуют на процесс формирования цен. В России инфляционные ожидания оказывают значимое влияние на динамику инфляции.

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 российской практике могут быть наиболее адаптивными, то есть опираться на предыдущие значения инфляции, а также могут быть подвержены влиянию дополнительных факторов, включая демографическую структуру населения. Банк России учитывает это при принятии решений по денежно-кредитной политике.

Ожидания профессиональных аналитиков и экспертов могут оказывать влияние на ожидания населения и компаний, а также 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 в дальнейшем могут 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 гг. вносило значимый вклад в снижение долгосрочных ставок по кредитам до исторических минимумов. 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 гг., 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 населения 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 значительно 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 экономических отношений 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 «Влияние процентных ставок на кредитование, сбережения, инвестиции и потребление»). Рост стоимости финансовых активов стимулирует их собственников увеличивать расходы, а ее уменьшение, напротив, вынуждает экономить (канал благосостояния трансмиссионного механизма). В последние десятилетия в России растет число собственников финансовых активов (в середине 2019 г. на ПАО Московская Биржа было зарегистрировано свыше 2,7 млн клиентов – физических лиц – втрое больше, чем пять лет назад) и увеличивается 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 кре-



дителями становятся более консервативные и менее склонные к наращиванию расходов люди, это перераспределение ведет к росту совокупного 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 российских данных, показывают, что в настоящее время влияние денежно-кредитной политики на инфляцию через процентный канал преобладает (см. Приложение 2 ОНЕГДКП 2019–2021 гг.), то есть повышение ключевой ставки сдерживает рост цен.

## **ЭФФЕКТИВНОСТЬ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ**

Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики с точки зрения силы и скорости влияния денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию в значительной мере определяется уровнем развития финансового сектора, доверия участников экономики к центральному банку, национальной валюте и финансовым институтам, 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, снижающей издержки участников рынка и ускоряющей совершение сделок, расширения линейки финансовых услуг и повышения их доступности (см. раздел 1), а также совершенствования операционной процедуры денежно-кредитной политики (см. раздел 4). 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 значение 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, особенности тарифного регулирования (см. врезку «Влияние немонетарных факторов на инфляцию» в разделе 3). Нивелирование влияния факторов данной группы может снизить инфляционное давление и ценовую волатильность, что будет вносить вклад в даль-

нейшее 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 (см. раздел 1 и врезку в разделе 3).

### Состояние ликвидности банковского сектора и возможности кредитования экономики

В 2017 г. 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 представление, 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.

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 неизменным<sup>1</sup>.

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 кредитования реального сектора, поскольку у банков всегда есть возможность разместить избыточ-

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	Депозиты в Банке России и ОБР	

<sup>1</sup> 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.

ную ликвидность на денежном рынке в Банке России. Следовательно, и приток ликвидности в банки сам по себе не приводит к росту кредитования.

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 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 итоге позволяет Банку России достигать цели по инфляции.

#### 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 контрагентом	– остаток на корсчете	– остаток на счете клиента	+ остаток на корсчете	+ остаток на счете клиента		
Банк А выходит на МБК, сделка с банком Б	+ остаток на корсчете	+ задолженность по МБК	– остаток на корсчете + требования по МБК		+ требования по МБК	+ задолженность по МБК
<b>Результат операций</b>	+ кредит	+ задолженность по МБК	+ требования по МБК	+ остаток на счете клиента	+ кредит + требования по МБК	+ остаток на счете клиента + задолженность по МБК

### Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям

Трансфертная кривая является инструментом, который позволяет коммерческому банку выстроить согласованное ценообразование по операциям в различных сегментах рынка и в случае необходимости гибко изменять структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств. Она представляет собой формируемый банком единый набор внутренних (трансфертных) ставок для каждого срока операций, от которых с учетом дополнительных факторов «отсчитываются» процентные ставки по всем активным и пассивным операциям банка.

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 его стратегии. Кроме того, использование трансфертной кривой в большей мере оправдано для крупных банков, которые одновременно совершают операции во 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. 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 во 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 своих продуктов, 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 гг. 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 рисковыми ипотечными кредитами, что предопределило снижение ставок в 2014 г., несмотря на рост ключевой ставки в течение года, а затем их более медленный рост в первой половине 2015 г. и опережающее уменьшение в 2016 г. по сравнению с динамикой ключевой ставки и ставок МБК.

Что касается отдельных характеристик российского финансового сектора, то для него, в частности, характерно наличие крупных банков, занимающих доминирующие позиции в 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 положительную роль для эффективности трансмиссионного механизма.

## 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 с изменениями как внутренних экономических условий, так и внешнеэкономической конъюнктуры. Реакция со стороны макроэкономической, в том числе денежно-кредитной политики на реализацию шоков позволяет минимизировать их последствия для экономики и способствовать ее скорейшему возвращению к своему долгосрочному равновесию.

## 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 г. 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 гг. к заметному ослаблению рубля. Оно ускорило адаптацию экономических субъектов к новым институциональным условиям, 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 г. нового бюджетного правила.

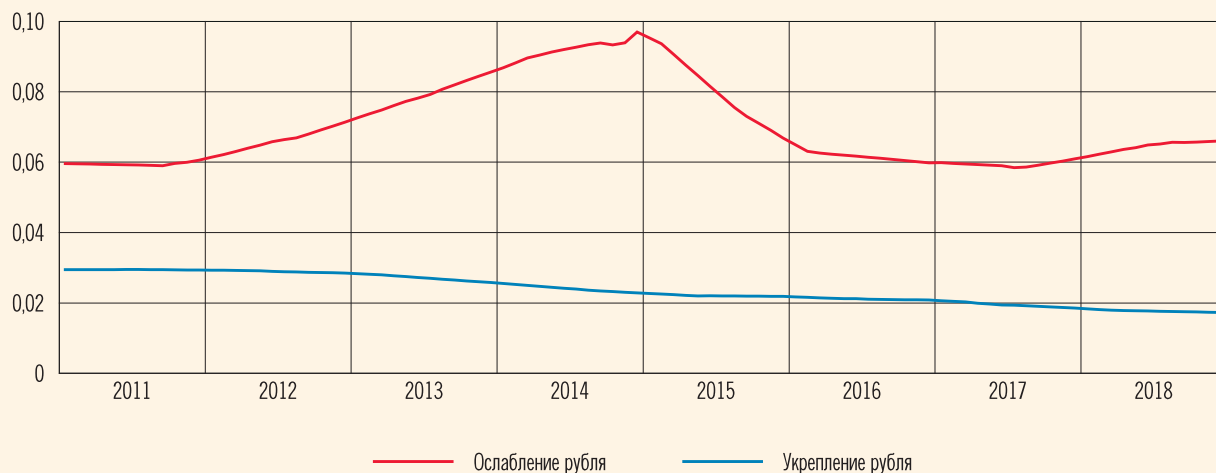
Изменения валютного курса переносятся в инфляцию через цены на импортируемые и экспортируемые товары. При этом ослабление рубля имеет большее влияние на инфляцию, чем его укрепление. Такой эффект называется асимметрией переноса курсовой динамики в цены, в его основе лежат номинальные жесткости: отсутствие 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<sup>1</sup> подтверждают асимметрию эффекта переноса в краткосрочном периоде (в пределах двух кварталов) – чувствительность потребительских цен к укреплению рубля слабее,

<sup>1</sup> См. на официальном сайте Банка России в разделе «Экономические исследования» доклад «Исследование асимметрии и нелинейности переноса динамики обменного курса в инфляцию» (Серия докладов об экономических исследованиях, № 43).

ПОЛУЭЛАСТИЧНОСТЬ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН ПО ОБМЕННОМУ КУРСУ  
В КРАТКОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ

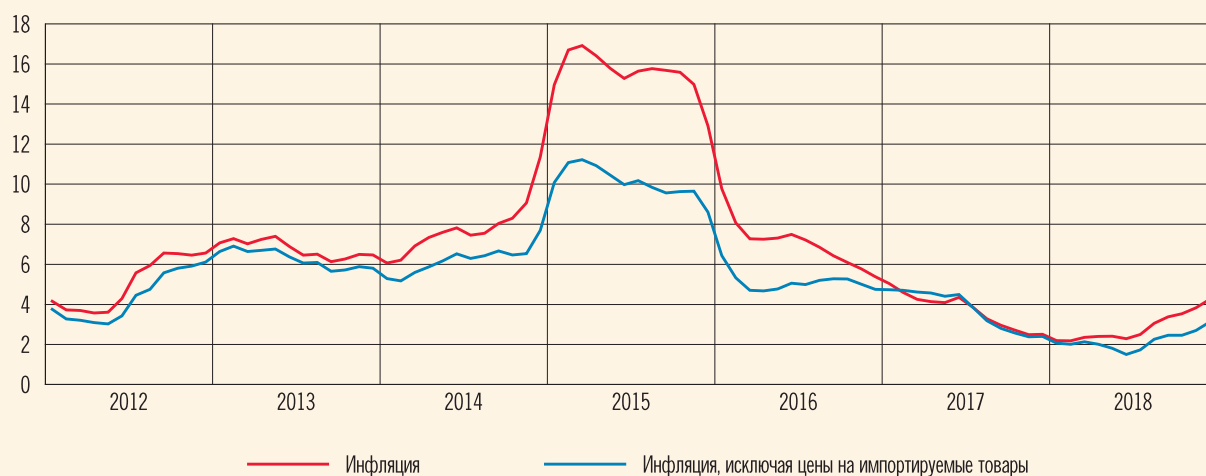
Рис. 1



чем к ослаблению (рис. 1). При этом в долгосрочном периоде такой эффект не обнаружен. Максимальная (по абсолютному значению) краткосрочная полуэластичность<sup>2</sup> инфляции по снижению курса рубля наблюдалась в конце 2014 – начале 2015 г., в период усиления курсовой волатильности, что соответствует опубликованным ранее оценкам<sup>3</sup>. Краткосрочная полуэластичность инфляции по укреплению рубля на всем временном горизонте низкая и изменяется незначительно. В 2016–2018 гг., по мере адаптации экономики к новым условиям, чувствительность инфляции к ослаблению рубля значительно снизилась. Однако со второй половины 2017 г. эластичность цен по изменению курса несколько возросла, что могло 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 не превышает 0,1.

ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИЯ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ  
КУРСОВЫХ ЭФФЕКТОВ

Рис. 2



<sup>2</sup> Полуэластичность показывает, на сколько процентных пунктов изменится инфляция при изменении курса рубля на 1%.

<sup>3</sup> Доклад о денежно-кредитной политике №1, март 2016 года.

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 колебания валютного курса, например, под влиянием внешних условий. Приведенные расчеты эффекта переноса дают возможность оценить уровень одного из показателей базисной инфляции, который соответствует неизменной курсовой динамике. На примере 2018 г., когда происходило ослабление рубля, этот показатель указывает на то, что курсовая динамика имела проинфляционный характер: годовая инфляция без влияния импортируемых цен ниже, чем фактическая (рис. 2).

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2

### ВОСПРИЯТИЕ ИНФЛЯЦИИ НАСЕЛЕНИЕМ И БИЗНЕСОМ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСОВ

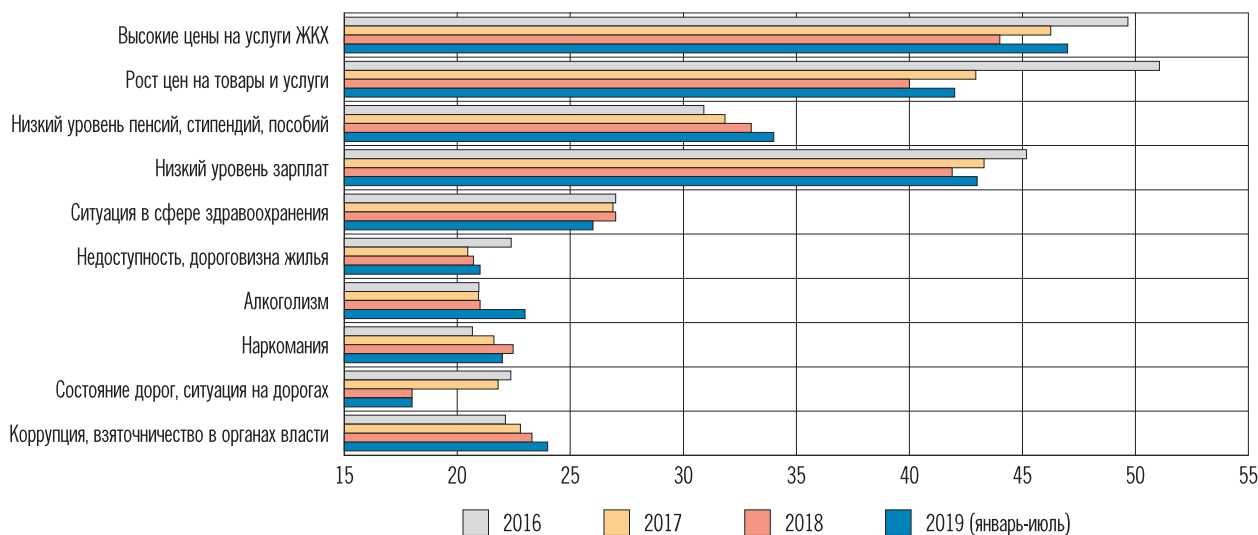
В ходе социологических опросов население и представители бизнеса, как и прежде, в числе основных проблем называют рост цен на товары, услуги и рост тарифов ЖКХ. В предыдущие годы благодаря снижению инфляции и инфляционных ожиданий в период после введения режима таргетирования инфляции обеспокоенность этой проблемой несколько снизилась. В то же время в 2019 г. на фоне повышения инфляции из-за разовых факторов, прежде всего увеличения НДС, наблюдался рост озабоченности ценовой динамикой. Это подтверждает, что инфляционные ожидания населения еще не закорены и чувствительно реагируют на изменение цен даже под влиянием разовых факторов.

Опросы ООО «инФОМ» в 2019 г. показывают, что проблема роста цен на товары и услуги переместилась с третьего на второе место, ее указали 42% опрошенных (в 2018 г. – 40%) (рис. 1). Кроме того, опросы ООО «инФОМ» отражают озабоченность низким уровнем заработной платы, пенсий и пособий. Это может быть обусловлено ускорением инфляции и замедлением роста номинальных доходов с начала 2019 г., которые влияют на уровень реальных доходов населения. Опросы Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ) также свидетельствуют, что в 2019 г. проблему высокой инфляции и роста цен отмечают больше респондентов, чем в 2018 г.: 7% против 4% соответственно (рис. 2). При этом, несмотря на некоторое увеличение с прошлого года, обеспокоенность населения этой проблемой остается ниже, чем в 2016–2017 годах. И в целом по данному опросу: проблема роста цен менее значима, чем проблемы здравоохранения, образования, социальной политики и экономики.

Среди актуальных проблем россияне особо отмечают высокие цены на услуги ЖКХ. Эта проблема опережает рост цен в целом. При этом, как и в случае с инфляцией,

ПРОБЛЕМЫ, КОТОРЫЕ БЕСПОКОЯТ РОССИЯН  
(опрос ООО «инФОМ», %)\*

Рис.1

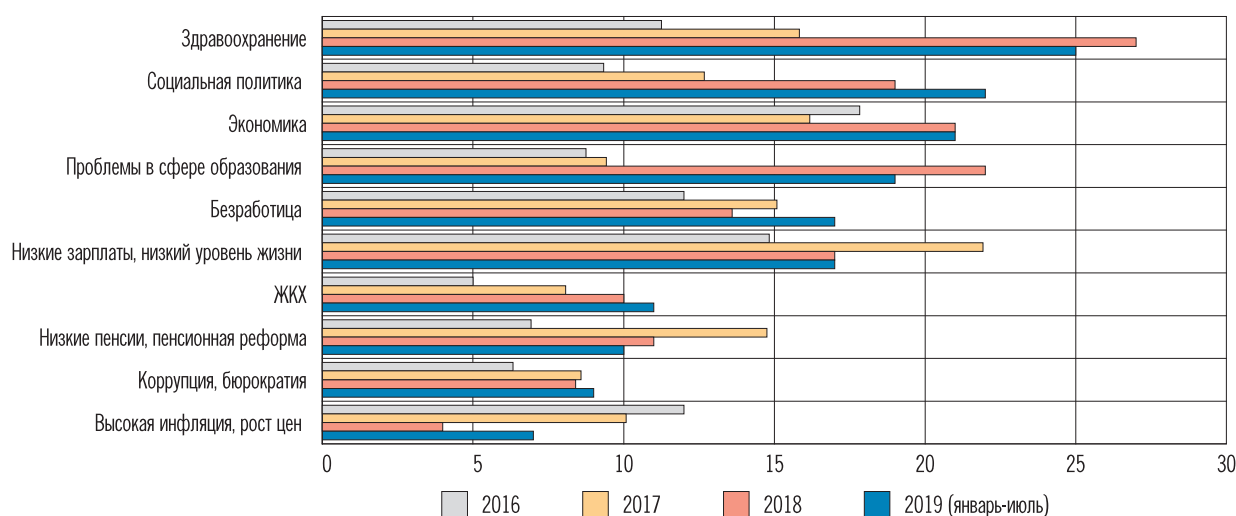


\* Опрос проводится на регулярной основе. Приведены средние за год доли ответов респондентов, отметивших данную проблему.  
Источник: ООО «инФОМ»



**ПРОБЛЕМЫ, КОТОРЫЕ БЕСПОКОЯТ РОССИЯН**  
(опросы ВЦИОМ, %)\*

Рис. 2

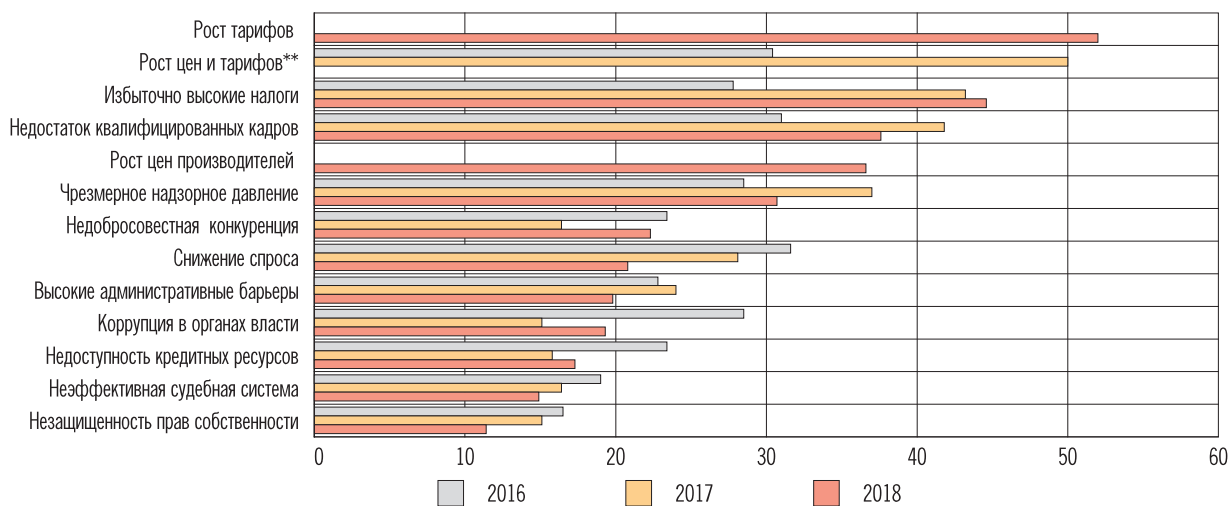


\* Опрос проводится на ежемесячной основе. Приведены средние за год доли ответов респондентов, отметивших данную проблему. До апреля 2017 г. использовались данные квартирного опроса, с мая 2017 г. – телефонного. Источник: ВЦИОМ.

обеспокоенность тарифами ЖКХ в текущем году по сравнению с 2018 г. выросла. Согласно опросам ООО «инФОМ», в 2019 г. ее отмечают 47% опрошенных (в 2018 г. – 44%), по опросам ВЦИОМ – 11% опрошенных (в 2018 г. – 10%). Повышение тарифов ЖКХ в начале 2019 г. в основном было вызвано изменением ставки НДС и ускорением во многих регионах роста тарифов на утилизацию твердых коммунальных отходов (ТКО) в рамках масштабной реорганизации системы обращения с ТКО. Видимо, такая обеспокоенность населения связана с указанными факторами. В целом в 2019 г. индексация совокупного платежа граждан за коммунальные услуги (без учета услуг по обращению с ТКО), второй этап которой проводится с 1 июля, находится вблизи целевого значения инфляции.

**ПРОБЛЕМЫ, БЕСПОКОЯЩИЕ РОССИЙСКИЙ БИЗНЕС**  
(опросы РСПП, %)\*

Рис. 3



\* Данные опросов за соответствующий год публикуются в марте следующего года.  
\*\* В опросе 2018 г. данные разделены на «рост тарифов» и «рост цен производителей». Источник: доклады РСПП о состоянии делового климата в России.

Опросы российских компаний Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП) показывают, что для них рост цен и тарифов продолжает оставаться проблемой, затрудняющей работу (рис. 3). В 2018 г. в опросах РСПП вопрос о проблеме «роста цен и тарифов» был разделен на два: «рост тарифов» и «рост цен производителей». Данное уточнение выявило, что в 2018 г. 52% опрошенных компаний на первое место поставили проблему «роста тарифов» (в 2017 г. 50% компаний указывали на первом месте в целом проблему «роста цен и тарифов»). Также в 2018 г. 36,6% опрошенных компаний отмечали проблему роста цен на товары производителей, что сделало ее четвертой по актуальности.

В будущем по мере снижения инфляции и изменения характера инфляционных ожиданий обеспокоенность населения и бизнеса проблемой роста цен может постепенно уменьшиться. Однако такие изменения требуют достаточно длительного времени. Для этого необходимо, чтобы инфляция в течение продолжительного времени устойчиво оставалась вблизи 4%. Этому будут способствовать меры проводимой Банком России денежно-кредитной политики, что, в свою очередь, отразится на снижении чувствительности инфляционных ожиданий к разовым колебаниям цен на отдельные товары и услуги.

### ПРИЛОЖЕНИЕ 3

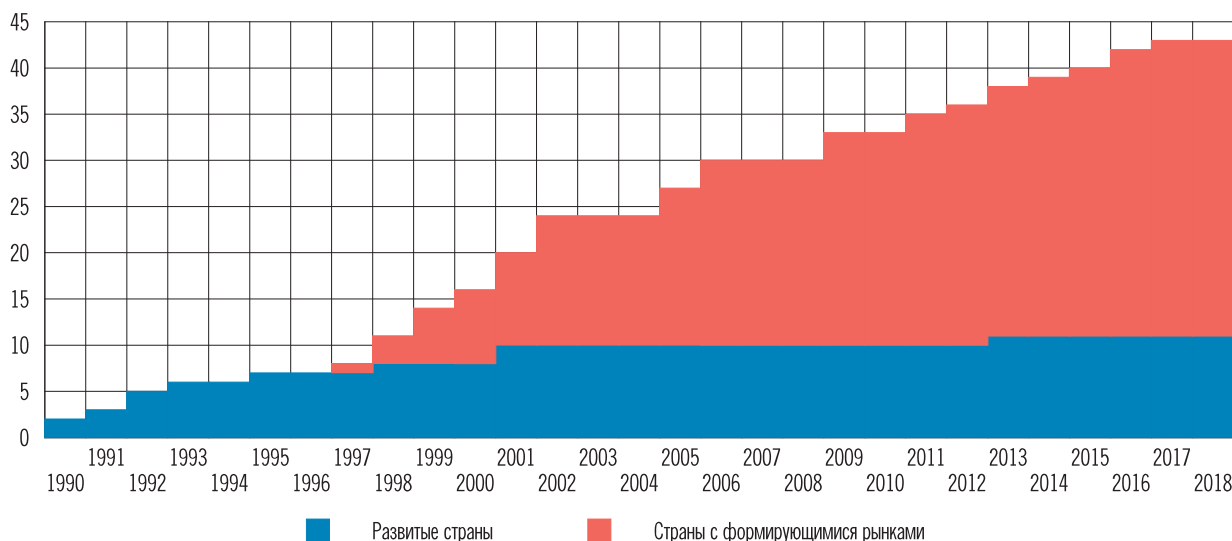
## ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: МЕЖСТРАНОВЫЕ СОПОСТАВЛЕНИЯ

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

С тех пор как Новая Зеландия в 1989 г. стала первой страной, перешедшей к режиму таргетирования инфляции (ИТ), он широко распространился по миру. 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 таргетирова-

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

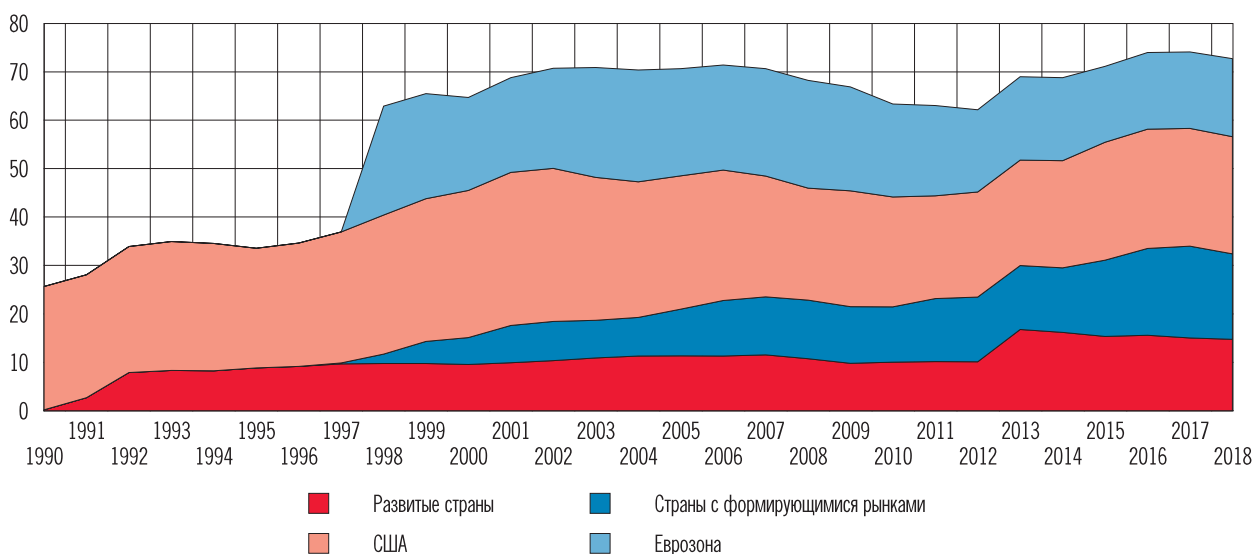
Рис. 1



Источник: Ежегодный доклад МВФ о валютных режимах и валютных ограничениях, 2018.

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

Рис. 2



Источник: Ежегодный доклад МВФ о валютных режимах и валютных ограничениях, 2018.

ния инфляции, но тем не менее стремятся к достижению в среднесрочном плане установленных целей по инфляции. Вместе с ними доля стран, таргетирующих инфляцию, в мировом ВВП достигает почти 75% (рис. 1, 2).

## УСПЕШНОЕ ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕНТРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

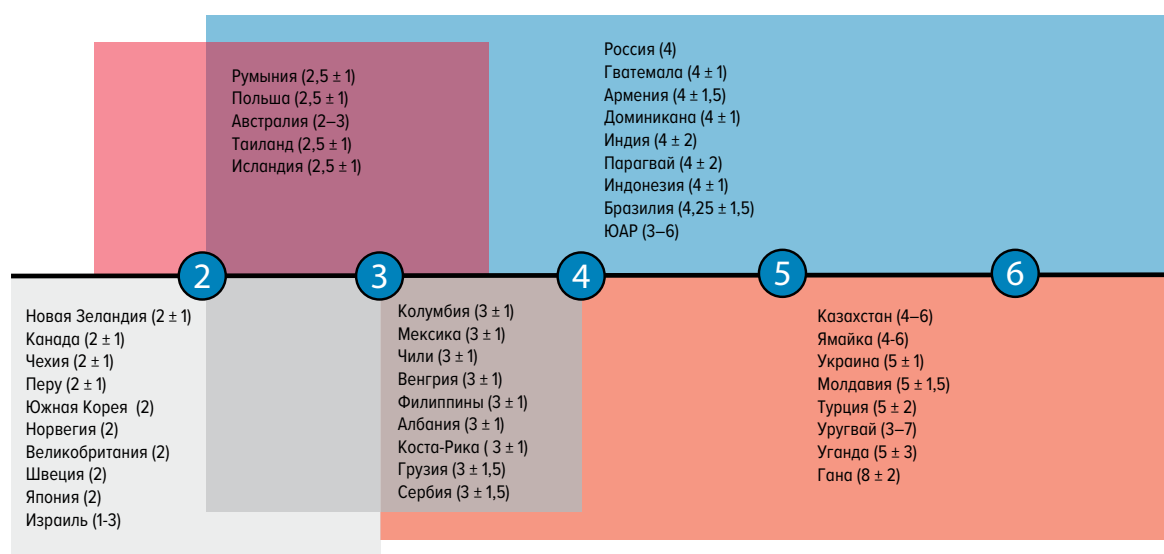
При переходе к режиму таргетирования инфляции центральные банки устанавливают цель по инфляции с учетом структурных и институциональных особенностей экономики. Как правило, развитые страны выбирают целевой уровень от 2 до 2,5%, а страны с формирующимися рынками – от 2,5 до 5% (рис. 3). Снижение инфляции с высокого уровня до целевого значения может занимать несколько лет, поэтому некоторые центральные банки на начальном этапе устанавливают промежуточные ежегодные ориентиры по уровню инфляции.

Большинство центральных банков, таргетирующих инфляцию, успешно добиваются поставленных целей. Для  $\frac{3}{4}$  стран среднее отклонение инфляции от цели с момента введения режима составляет менее 1 п.п., только у четырех из них оно превысило 2 п.п.<sup>1</sup> (рис. 4). Многие страны сталкивались с ситуацией, когда инфляция отклонялась от цели на более значительную величину, при этом важно, что центральным банкам всегда удавалось вернуть ее к целевому уровню. В странах с длительным опытом применения режима таргетирования инфляции, например в Великобритании, Канаде и Австралии, инфляция в среднем находится вблизи цели, что подтверждает успешность их денежно-кредитной политики.

Банк России перешел к режиму таргетирования инфляции в 2015 г., поставив цель снизить годовую инфляцию до 4% к концу 2017 года. После снижения инфляции до 4% в середине 2017 г. денежно-кредитная политика нацелена на ее поддержание вблизи 4% постоянно. В конце 2018 – начале 2019 г., когда действовал ряд проинфля-

ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ СТРАН, ПРИМЕНЯЮЩИХ РЕЖИМ ИТ (%)

Рис. 3

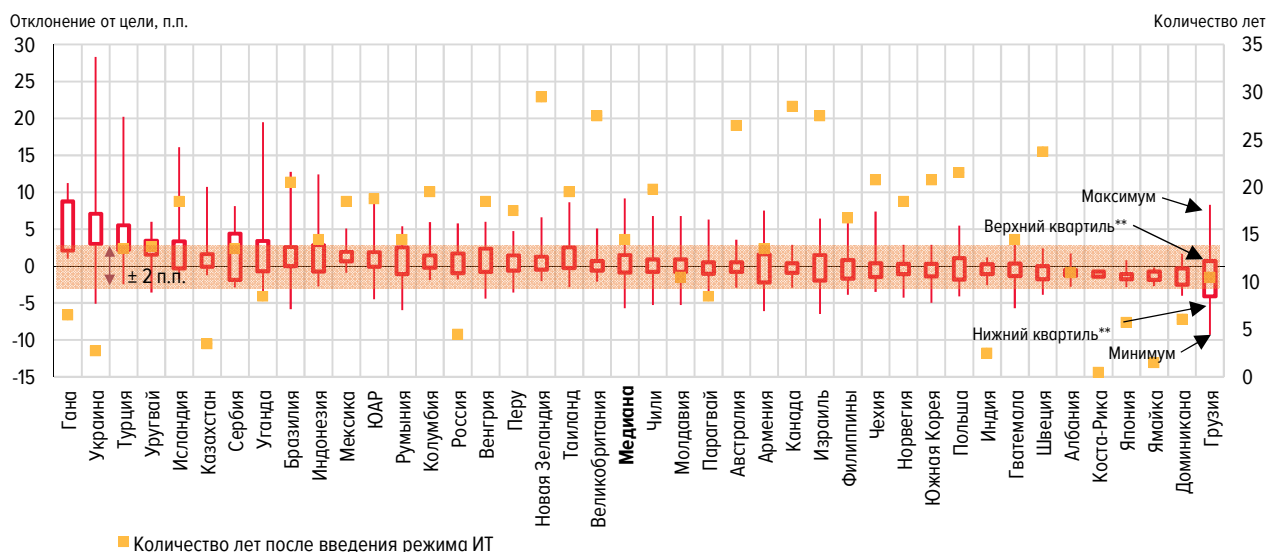


Источники: сайты центральных банков стран.

<sup>1</sup> Расчеты приведены для каждой страны с момента введения режима таргетирования инфляции.

## ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ ПОСЛЕ ВВЕДЕНИЯ РЕЖИМА ИТ\*

Рис. 4



\* Данные приведены для 41 страны.

\*\* 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.

ционных факторов, упреждающее повышение Банком России ключевой ставки позволило ограничить рост инфляции и обеспечить ее постепенное возвращение к цели. Банк России ожидает, что в 2019 г. инфляция достигнет 4,0–4,5%. В дальнейшем, по прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики инфляция останется вблизи 4%.

## ПРИЧИНЫ ВРЕМЕННЫХ ОТКЛОНЕНИЙ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛИ В СТРАНАХ, ТАРГЕТИРУЮЩИХ ИНФЛЯЦИЮ, В 2018–2019 ГОДАХ<sup>2</sup>

Практика реализации политики таргетирования инфляции показывает, что большинству центральных банков удается достигать целей по инфляции. Это говорит об устойчивости данного режима денежно-кредитной политики. В то же время многие центральные банки, прежде всего стран с формирующимися рынками, регулярно сталкиваются с действием внешних и внутренних факторов, приводящих к отклонению инфляции от цели. Для нивелирования действия этих факторов обычно используется стандартный инструментарий денежно-кредитной политики. Нужно учитывать, что денежно-кредитной политике требуется некоторое время, чтобы подействовать на ситуацию в экономике и динамику инфляции. Странам с формирующимися рынками, как правило, приходится прилагать больше усилий и тратить больше времени на возвращение инфляции к цели, даже если ее колебания вызваны временными факторами. Это связано с тем, что инфляционные ожидания в них менее стабильны и сильнее реагируют на временные факторы.

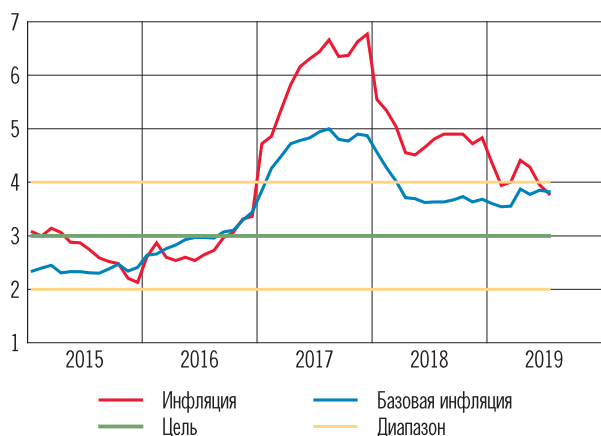
В 2018–2019 гг. отклонение инфляции от цели в ряде стран было связано либо с действием внешних факторов, таких как колебания мировых цен на те или иные товары или торговые конфликты, либо внутренних факторов, таких как динамика сово-

<sup>2</sup> Рассматриваются страны, где произошел выход инфляции за пределы целевого диапазона хотя бы на один месяц либо отклонение инфляции от цели более чем на 1 п.п. (для развитых стран), более чем на 2 п.п. (для стран с формирующимися рынками).

## ИНФЛЯЦИЯ В МЕКСИКЕ

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 5



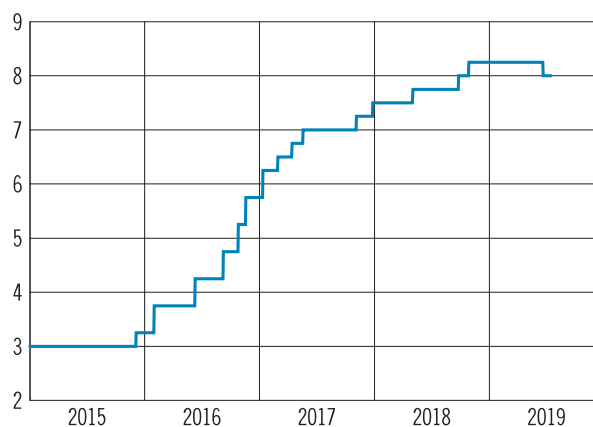
Источник: сайт Банка Мексики.

## ЦЕЛЕВАЯ СТАВКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

БАНКА МЕКСИКИ

(в % годовых)

Рис. 6



Источник: сайт Банка Мексики.

купного спроса или регулируемых цен, либо с особенностями взаимодействия между денежно-кредитной политикой и иными видами государственной экономической политики.

**Мексика.** Политика таргетирования инфляции проводится в Мексике с 2001 года. С 2003 г. цель по инфляции<sup>3</sup> составляет 3% с диапазоном допустимых отклонений  $\pm 1$  процентный пункт. В целом Мексике удавалось достаточно успешно достигать цели по инфляции, в то же время в последние несколько лет инфляция была выше цели.

В период с 2017 г. по первую половину 2019 г. отклонение инфляции от цели (3%) вверх составило в среднем на 2,2 п.п. (рис. 5). В этот период ускорение годовой инфляции с 3,4% (в декабре 2016 г.) до локального максимума 6,8% (в декабре 2017 г.) было связано с воздействием как внешних, так и внутренних факторов. Основную роль сыграло снижение курса песо на фоне неопределенности относительно развития ситуации с торговлей с США. На инфляцию также повлияли такие факторы, как рост мировых цен на энергоносители (особенно на бензин и сжиженный газ) и продукты сельского хозяйства, повышение внутренних регулируемых тарифов (стоимость проезда на общественном транспорте). В то же время экономика и реальные зарплаты уверенно росли, что создавало благоприятную среду для развития инфляционных процессов.

В этих условиях Банк Мексики заблаговременно (с 2016 г.) начал плавно повышать целевую ставку денежного рынка (рис. 6). С января 2016 г. по январь 2019 г. она выросла с 3,00 до 8,25% годовых, а затем сохранялась на этом уровне. Это способствовало замедлению инфляции (с локального максимума 6,8% в декабре 2017 г. до 3,8% в июле 2019 года). В августе Банк Мексики снизил целевую ставку денежного рынка на 25 б.п. до 8,00% годовых, отметив приближение инфляции к цели и увеличение рисков для экономического роста. Банк Мексики и аналитики<sup>4</sup> ожидают, что в конце года инфляция будет находиться в целевом диапазоне.

**Турция.** Центральный банк Республики Турция (далее – ЦБРТ) перешел к таргетированию инфляции в 2006 году. С 2012 г. цель по инфляции установлена на уровне 5%

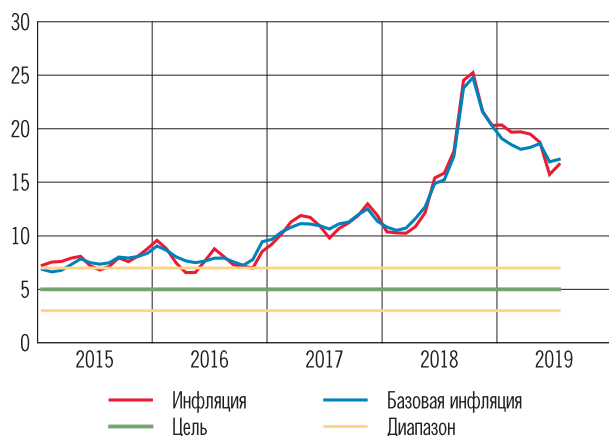
<sup>3</sup> Здесь и далее приводятся значения годовой инфляции.

<sup>4</sup> Здесь и далее приводится консенсус-прогноз Блумберг по динамике инфляции.

## ИНФЛЯЦИЯ В ТУРЦИИ

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 7

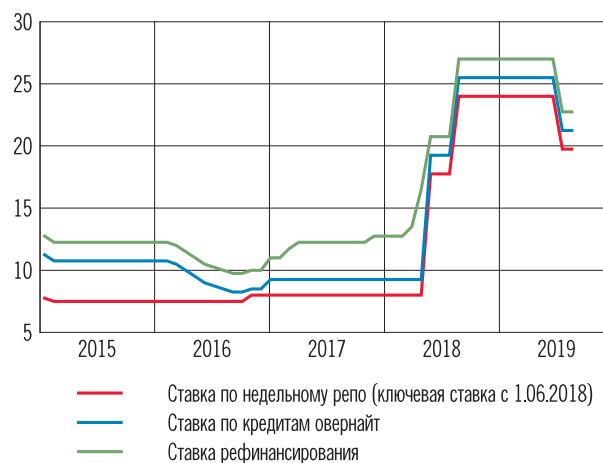


Источник: сайт Центрального банка Республики Турция.

## ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ЦБРТ

(в % годовых)

Рис. 8



Источник: сайт Центрального банка Республики Турция.

с диапазоном допустимых отклонений  $\pm 2$  процентных пункта. В этот период инфляция в Турции устойчиво находилась выше диапазона допустимых отклонений. В частности, с 2018 г. по первую половину 2019 г. среднее отклонение вверх инфляции от цели 5% составило около 12 п.п. при максимальном отклонении на величину около 20 п.п. в октябре 2018 г. (рис. 7).

Причинами значительного ускорения инфляции в 2018 г. были как внешние, так и внутренние факторы. В августе 2018 г. произошло резкое ослабление лиры (за 2018 г. ее курс снизился на 40%) на фоне торгового конфликта с США и оттока капитала из стран с формирующимися рынками. Ослабление лиры сопровождалось ростом инфляционных и девальвационных ожиданий. Эксперты отмечали снижение доверия к ЦБРТ: рост ставок денежного рынка в конце 2017 – первой половине 2018 г. под влиянием мер, принятых ЦБРТ<sup>5</sup>, был воспринят ими как недостаточный для снижения инфляции до цели. По оценкам МВФ, почву для ускорения инфляции также создавало стимулирование кредитования через программы Фонда кредитных гарантий<sup>6</sup> в 2016–2017 годах.

В сентябре 2018 г. ЦБРТ повысил ставку по операциям недельного репо с 17,75 до 24% (рис. 8). Годовая инфляция, достигнув локального пика (25%) в октябре 2018 г., постепенно начала снижаться. До середины 2019 г. ставка по операциям недельного репо оставалась неизменной. В июле ЦБРТ снизил ставку по операциям недельного репо на 425 б.п., отметив, что инфляция замедляется быстрее, чем предполагалось ранее. По прогнозу ЦБРТ, инфляция достигнет 8,2% в конце 2020 г.<sup>7</sup> и стабилизируется около цели в среднесрочной перспективе. Аналитики ожидают менее быстрого замедления инфляции, прогнозируя снижение ее темпов до чуть выше 11% в конце 2021 года.

<sup>5</sup> ЦБРТ пытался воздействовать на ставки денежного рынка за счет изменения ситуации с ликвидностью банковского сектора. Это привело к росту ставок денежного рынка на 500 базисных пунктов. Но стороннему наблюдателю было не понятно, означает ли это ужесточение политики.

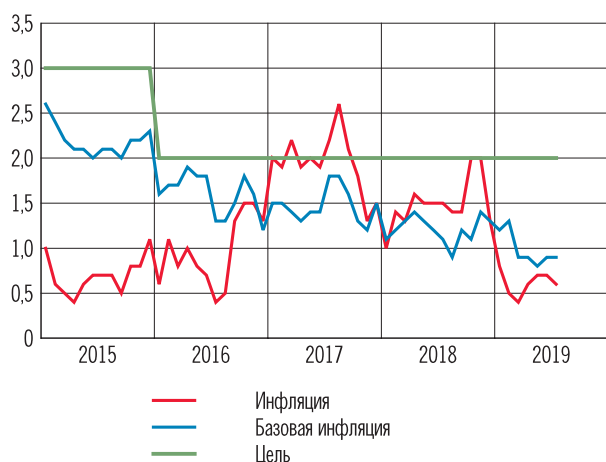
<sup>6</sup> Консультации по IV статье Устава МВФ. 2018. С. 24.

<sup>7</sup> Повышение инфляции в июле было связано с окончанием действия постановления о временном снижении налога на товары длительного пользования и ростом цен на электроэнергию. Оценку ЦБРТ динамики инфляции можно будет уточнить после сентябрьского решения ЦБРТ по ключевой ставке.

## ИНФЛЯЦИЯ В ЮЖНОЙ КОРЕЕ

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 9

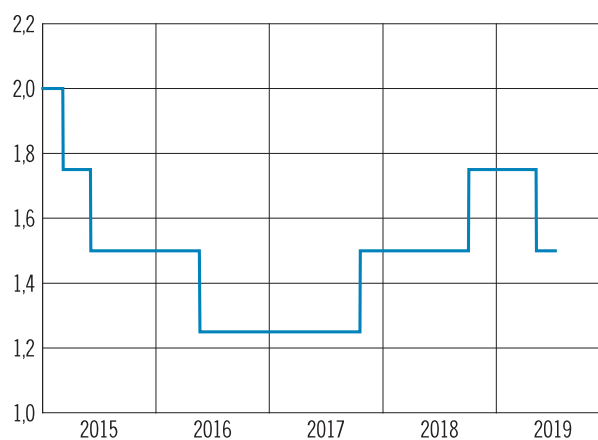


Источник: сайт Банка Кореи.

## БАЗОВАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА БАНКА КОРЕИ

(в % годовых)

Рис. 10



Источник: сайт Банка Кореи.

**Южная Корея.** Политика таргетирования инфляции проводится в Южной Корее с 1998 года. В последние годы преобладала тенденция к отклонению инфляции от цели вниз. С 2016 г. цель по инфляции снижена до 2%. Но с декабря 2018 г. инфляция в Южной Корее находится ниже цели примерно на 1,4 п.п. (рис. 9).

Такая величина отклонения инфляции от цели обусловлена реализацией в конце 2018 – начале 2019 г. ряда дезинфляционных рисков, как внешних, так и внутренних. В качестве главного внешнего фактора Банк Кореи определяет падение цен на нефть и нефтесодержащие продукты в конце 2018 года. Кроме того, замедлению инфляции в 2019 г. способствовал умеренный рост цен на сельскохозяйственную продукцию. Банк Кореи объясняет это аномально благоприятными погодными условиями, что привело к повышенной урожайности и масштабному перепроизводству. Еще одним реализовавшимся внутренним дезинфляционным риском стало снижение налога на индивидуальное потребление (разновидностями этого налога являются НДС и налог с продаж), что вызвало краткосрочное замедление инфляции. В то же время в 2019 г. давление на инфляцию со стороны спроса оказалось ниже, чем ожидалось ранее. Более того, Банк Кореи пересмотрел вниз прогноз по экономическому росту в связи с ухудшением перспектив развития ситуации в мировой экономике.

С начала 2019 г. Банк Кореи прекратил процесс нормализации денежно-кредитной политики, который он осуществлял в 2018 г., а затем снизил ставку в июле до уровня 1,5% годовых и сохранил ее в августе (рис. 10). Банк Кореи и аналитики прогнозируют, что в 2020 г., в том числе по мере исчерпания влияния временных факторов, инфляция приблизится к 1,5%.

Анализ причин отклонений инфляции от целей в различных странах, проводящих политику ИТ, позволяет сделать вывод о том, что эти отклонения были вызваны временными факторами. Во всех рассмотренных случаях центральные банки приняли меры по сближению инфляции с целью. В среднесрочной перспективе в этих странах инфляция вернется к цели, что соответствует как прогнозу центральных банков данных стран, так и ожиданиям аналитиков.



## СБАЛАНСИРОВАННАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА – КЛЮЧЕВОЙ ФАКТОР ДЛЯ ПОДДЕРЖАНИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ЦЕНОВОЙ, СТАБИЛЬНОСТИ

Международный опыт свидетельствует о том, что последовательная денежно-кредитная политика не может быть единственным средством достижения и поддержания макроэкономической стабильности. Реализация других видов государственной экономической политики также должна создавать условия для достижения ценовой и финансовой стабильности. Особое значение это приобретает для страны, находящейся на этапе перехода к режиму таргетирования инфляции. Именно в этот период центральному банку важно сформировать доверие к своим будущим действиям и закорить инфляционные ожидания.

Одним из последних примеров, иллюстрирующих эти особенности реализации макроэкономической политики, является опыт Аргентины. С 2015 г. правительство Аргентины принимало меры по стабилизации государственных финансов, но их оказалось недостаточно для решения бюджетных проблем. Сохранялся значительный первичный дефицит бюджета (более 4% ВВП), при этом его существенная часть по-прежнему финансировалась центральным банком<sup>8</sup>. В этих условиях было сложно поддерживать ценовую стабильность в рамках режима таргетирования инфляции, к которому Центральный банк Аргентины перешел в 2017 году. Инфляция ускориалась, быстро росла денежная база и денежные агрегаты. В этой ситуации важно было стабилизировать динамику денежно-кредитных показателей. Поэтому Центральный банк Аргентины в октябре 2018 г. перешел к режиму таргетирования денежных агрегатов. Новая цель денежно-кредитной политики Аргентины – нулевые темпы прироста денежной базы<sup>9</sup> (по отношению к периоду до введения таргетирования денежных агрегатов) – одновременно представляет собой обязательство правительства прекратить наращивание дефицита бюджета. В июле миссия МВФ положительно оценила усилия правительства Аргентины по достижению этой цели в первой половине 2019 года. В данный момент сохраняется некоторая неопределенность относительно дальнейшего развития ситуации в связи с предстоящими в октябре президентскими выборами. Подходы к проведению экономической политики во многом будут зависеть от их итогов.

<sup>8</sup> Средства были предоставлены в форме временных кредитов (*temporary advances to the government*).

<sup>9</sup> В данный момент цель установлена до конца 2019 года.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ С РЕЖИМОМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ  
(по состоянию на июль 2019 г.)

Табл. 1

№	Страна	Год перехода к ИТ	Тип и уровень цели на 2018 г. <sup>1</sup> %	Средняя годовая инфляция с момента перехода <sup>2</sup> , %	Средняя годовая инфляция с 2018 г., %	Горизонт <sup>3</sup>
1	Новая Зеландия	1990	2 ± 1	2,2	1,6	Среднесрочный
2	Канада	1991	2 ± 1	1,9	2,2	На следующие 1,5–2 года
3	Великобритания	1992	2	2,1	2,3	Процентные ставки устанавливаются таким образом, чтобы обеспечить возвращение инфляции к цели в разумный период времени, не создавая ненужной нестабильности в экономике
4	Израиль	1992	1–3	3,9	1,0	Цель сравнивается с динамикой ИПЦ за последние 12 месяцев
5	Австралия	1993	2–3	2,5	2,0	Среднесрочный. Текущая инфляция может кратковременно отклоняться от цели, но ее среднее должно соответствовать диапазону значений
6	Швеция	1995	2	1,2	1,9	На несколько лет
7	Чехия	1997	2 ± 1	2,6	2,4	На 1–1,5 года
8	Польша	1998	2,5 ± 1	3,1	1,7	Среднесрочный. Время, необходимое для достижения цели, определяется в зависимости от характера инфляционных факторов, их устойчивости и общей оценки рисков для ценовой стабильности и макроэкономической стабильности в целом
9	Южная Корея	1998	2	2,6	1,2	Среднесрочный
10	Бразилия	1999	4,25 ± 1,5	6,4	3,8	Цель по инфляции устанавливается на 1 год вперед и действует в течение 30 месяцев. Банк Бразилии определяет время возвращения инфляции к цели в зависимости от природы и устойчивости воздействующих на инфляцию факторов
11	Колумбия	1999	3 ± 1	5,0	3,2	Долгосрочный
12	Чили	1999	3 ± 1	3,2	2,4	Постоянный горизонт – 2 года
13	Таиланд	2000	2,5 ± 1,5	2,1	1,0	Несмотря на то что цель по достижению уровня инфляции – среднесрочная, законодательство требует, чтобы горизонт пересматривался ежегодно
14	ЮАР	2000	3–6	5,7	4,5	На постоянной основе
15	Венгрия	2001	3 ± 1	4,0	3,0	Среднесрочный (на 1,5–2 года)
16	Исландия	2001	2,50	4,7	2,9	Постоянно с 2001 года. При отклонении от цели на 1,5 п.п. в любую сторону Центральный банк Исландии должен представить публичный отчет в правительство, объяснив причины недостижения цели и меры по возвращению инфляции к цели
17	Норвегия	2001	2	2,1	2,8	Среднесрочный. Горизонт зависит от влияния инфляционных факторов на прогноз по инфляции, экономике и занятости
18	Гана	2002	8 ± 2	13,6	9,7	Прогнозный горизонт – 1 год
19	Перу	2002	2 ± 1	2,7	1,7	Постоянно
20	Уругвай	2002	от 3 до 7	7,6	7,6	На 24 месяца
21	Филиппины	2002	3 ± 1	3,8	4,6	Среднесрочный (на двухлетний период)
22	Гватемала	2005	4 ± 1	5,1	3,9	Среднесрочный
23	Индонезия	2005	4 ± 1	6,3	3,1	Нет определенного временного горизонта
24	Румыния	2005	2,5 ± 1	4,1	4,4	Цель не меняется в течение длительного периода

№	Страна	Год перехода к ИТ	Тип и уровень цели на 2018 г. <sup>1</sup> , %	Средняя годовая инфляция с момента перехода <sup>2</sup> , %	Средняя годовая инфляция с 2018 г., %	Горизонт <sup>3</sup>
25	Армения	2006	4,0 ± 1,5	3,7	2,5	На следующие 3 года. Центральный банк Республики Армения стремится достичь цели за этот срок
26	Сербия	2006	3 ± 1,5	6,9	1,7	На каждый месяц. Это означает, что наблюдение за достижением цели ведется постоянно, а не только в конце года
27	Турция	2006	5 ± 2	9,5	17,1	Среднесрочный – на 2 года
28	Албания	2009	3 ± 1	2,2	2,0	Среднесрочный, то есть от 1 до 3 лет. Банк Албании стремится достичь цели за этот срок
29	Грузия	2009	4 ± 1,5 на 2017 г., 3 ± 1,5 на 2018 г.	3,4	2,9	На следующие 3 года
30	Молдавия	2010	5 ± 1,5	5,4	3,2	Цель должна быть достигнута в течение 2 лет
31	Парагвай	2011	4 ± 2	4,1	3,8	Среднесрочный
32	Уганда	2011	5 ± 2	7,6	4,2	На 1–3 года
33	Доминикана	2012	4 ± 1	2,9	3,6	Цель должна быть достигнута в течение 2 лет
34	Япония	2013	2	0,7	0,4	Банк Японии стремится достичь цели по инфляции как можно скорее («at the earliest possible time»)
35	Россия	2014	4	4,6	3,6	Постоянно
36	Казахстан	2015	5–7 на конец 2018 г., 4–6 на 2019, близко, но ниже 4 с 2020 г.	8,8	5,7	На следующий год. С 2020 г. будет действовать среднесрочная цель
37	Мексика	2001	3 ± 1	4,1	4,6	Среднесрочный
38	Украина	2015	6,5 ± 2 на 2018 г., 5 ± 1 далее	12,8	10,3	Ежегодный – на период дезинфляции, далее – среднесрочный
39	Индия	2016	4 ± 2	5,9	3,6	Цель устанавливается каждые 5 лет. Следующий пересмотр цели – весной 2021 года
40	Коста-Рика	2018	3 ± 1 на 2018 г.	1,9	1,9	Цель устанавливается на 2 года вперед
41	Ямайка	2018	4–6	3,6	3,6	Цель устанавливается на 4 года

<sup>1</sup> Цель по инфляции устанавливается, как правило, для общего индекса потребительских цен. Страны могут ориентироваться на его значение в текущем месяце по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года, на конец года или на среднее значение в течение года.

<sup>2</sup> Средняя годовая инфляция рассчитана по месяцам.

<sup>3</sup> Согласно классификации МВФ, под термином «горизонт» следует понимать тот срок (в годах), за который центральный банк публично обязуется достичь цели по инфляции. Последняя информация о горизонте доступна по состоянию на 2017 год.

Источник: МВФ.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 4

## ДЕНЕЖНАЯ ПРОГРАММА

Основной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание годовой инфляции вблизи 4%, а операционной целью – поддержание ставки по однодневным межбанковским кредитам 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.

ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ПО СЧЕТАМ ОРГАНОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ (ПОКАЗАТЕЛИ ДЕНЕЖНОЙ ПРОГРАММЫ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ)<sup>1</sup>  
(на начало периода, трлн руб., если не указано иное)

Табл. 1

	2019 (факт)	Базовый			
		2020	2021	2022	2023
<b>1. Денежная база (узкое определение)</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>12,3</b>
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	10,3	10,6	11,0	11,4	11,8
1.2. Обязательные резервы <sup>2</sup>	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
<b>2. Чистые международные резервы</b>	<b>31,9</b>	<b>36,6</b>	<b>39,4</b>	<b>41,5</b>	<b>42,7</b>
– в млрд долл. США <sup>3</sup>	460	526	568	597	614
<b>3. Чистые внутренние активы</b>	<b>-21,3</b>	<b>-25,6</b>	<b>-28,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>-30,4</b>
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-9,1	-12,3	-14,1	-15,2	-16,0
3.2. Чистый кредит банкам	-4,2	-5,4	-6,1	-6,8	-7,0
3.2.1. Валовой кредит банкам	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования <sup>4</sup>	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-1,9	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-3,3	-3,8	-4,4	-5,0	-5,0
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы <sup>5</sup>	-8,0	-8,0	-7,8	-7,6	-7,4

<sup>1</sup> Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2019 года.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, а также включая операции Банка России по покупке монетарного золота и расчеты по сделкам «валютный своп» по продаже долларов США за рубли.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Включают операции с использованием денежных средств государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ) 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 В РАМКАХ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ СЦЕНАРИЕВ)<sup>1</sup>  
(на начало периода, трлн руб., если не указано иное)

Табл. 2

	2019 (факт)	Высокие цены на нефть				Рисковый			
		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
<b>1. Денежная база (узкое определение)</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>12,3</b>
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	10,3	10,6	11,0	11,4	11,8	10,6	11,0	11,4	11,8
1.2. Обязательные резервы <sup>2</sup>	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
<b>2. Чистые международные резервы</b>	<b>31,9</b>	<b>36,6</b>	<b>41,1</b>	<b>47,0</b>	<b>52,2</b>	<b>36,6</b>	<b>34,1</b>	<b>32,6</b>	<b>31,7</b>
– в млрд долл. США <sup>3</sup>	460	526	591	677	751	526	491	469	457
<b>3. Чистые внутренние активы</b>	<b>-21,3</b>	<b>-25,6</b>	<b>-29,7</b>	<b>-35,2</b>	<b>-39,9</b>	<b>-25,6</b>	<b>-22,7</b>	<b>-20,7</b>	<b>-19,5</b>
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-9,1	-12,3	-15,7	-20,7	-25,4	-12,3	-9,6	-7,8	-6,3
3.2. Чистый кредит банкам	-4,2	-5,3	-5,9	-6,5	-6,5	-5,4	-5,4	-5,4	-5,8
3.2.1. Валовой кредит банкам	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования <sup>4</sup>	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-1,9	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-3,3	-3,8	-4,2	-4,7	-4,5	-3,8	-3,7	-3,5	-3,8
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы <sup>5</sup>	-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-7,9	-8,0	-7,7	-7,5	-7,3

<sup>1</sup> Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2019 года.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, а также включая операции Банка России по покупке монетарного золота и расчеты по сделкам «валютный своп» по продаже долларов США за рубли.

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> Включают операции с использованием денежных средств государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ) и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

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

Росту денежной базы на прогнозном горизонте будет способствовать увеличение объема наличных денег в обращении в связи с ожидаемой 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, в базовом сценарии и в сценарии с высокими ценами на нефть предполагается, что с февраля 2019 г. и в течение 36 месяцев Банк России будет осуществлять отложенные в 2018 г. операции. В рисковом сценарии в условиях ухудшения внешней конъюнктуры для целей модельного расчета основных сценариев макроэкономического прогноза Банк России использует допущение о приостановлении проведения

этих операций с 2020 года. 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 2022 г. размер чистых международных резервов может составить 32–52 трлн рублей.

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

#### *Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству»*

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает операции с иностранной валютой в рамках бюджетного правила.

#### *Графа 3.2 «Чистый кредит банкам»*

Значение графы 3.2 «Чистый кредит банкам» в течение рассматриваемого периода останется отрицательным. В 2019 г., как и годом ранее, на формирование данной графы оказало влияние изменение по графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы», в том числе за счет процентных расходов Банка России. Проведение отложенных покупок валюты в рамках бюджетного правила будет способствовать притоку ликвидности в банки на всем прогнозном периоде.

Снижение по графе 3.2.1 «Валовой кредит банкам» связано с операциями ГК «ВЭБ.РФ» по погашению задолженности перед Банком России за счет передачи ему ОФЗ. 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<sup>1</sup>. При расчете денежной программы на 2020–2022 гг. используются текущие значения требований банков по этим операциям.

В январе-августе 2019 г. среднее значение остатков средств на корсчетах кредитных организаций в Банке России составило 2,4 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 2022 г. может составить 3,8–5,0 трлн рублей.

#### *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 и частичным возвратом ранее предоставленных Банком России средств в рамках мер по финансовому оздоровлению отдельных банков.

<sup>1</sup> Информация о требованиях Банка России к кредитным организациям по специализированным механизмам рефинансирования размещена на официальном сайте Банка России, [http://cbr.ru/hd\\_base/specref/](http://cbr.ru/hd_base/specref/).

## ПРИЛОЖЕНИЕ 5

ГРАФИК ЗАСЕДАНИЙ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ  
ПО ВОПРОСАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И  
СОПУТСТВУЮЩИХ МЕРОПРИЯТИЙ В 2020 ГОДУ

Дата	Событие
7 февраля 2020 года	Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике Пресс-релиз по ключевой ставке (Предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
<b>20 марта 2020 года</b>	<b>Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный макроэкономический прогноз (Предполагаемое время публикации пресс-релиза и среднесрочного макроэкономического прогноза – 13:30 по московскому времени) Пресс-конференция Председателя Банка России (Предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
30 марта 2020 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
24 апреля 2020 года	Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике Пресс-релиз по ключевой ставке (Предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
<b>19 июня 2020 года</b>	<b>Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный макроэкономический прогноз (Предполагаемое время публикации пресс-релиза и среднесрочного макроэкономического прогноза – 13:30 по московскому времени) Пресс-конференция Председателя Банка России (Предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
29 июня 2020 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
31 июля 2020 года	Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике Пресс-релиз по ключевой ставке (Предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
<b>18 сентября 2020 года</b>	<b>Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный макроэкономический прогноз (Предполагаемое время публикации пресс-релиза и среднесрочного макроэкономического прогноза – 13:30 по московскому времени) Пресс-конференция Председателя Банка России (Предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
28 сентября 2020 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике
30 октября 2020 года	Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике Пресс-релиз по ключевой ставке (Предполагаемое время публикации пресс-релиза – 13:30 по московскому времени)
<b>18 декабря 2020 года</b>	<b>Заседание Совета директоров Банка России по денежно-кредитной политике</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный макроэкономический прогноз (Предполагаемое время публикации пресс-релиза и среднесрочного макроэкономического прогноза – 13:30 по московскому времени) Пресс-конференция Председателя Банка России (Предполагаемое время начала пресс-конференции – 15:00 по московскому времени)
23 декабря 2020 года	Публикация Доклада о денежно-кредитной политике

## ПРИЛОЖЕНИЕ 6

ГРАФИК ПРОВЕДЕНИЯ АУКЦИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ  
НА СРОК 1 НЕДЕЛЯ В 2020 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
09.01.2020	09.01.2020	15.01.2020
14.01.2020	15.01.2020	22.01.2020
21.01.2020	22.01.2020	29.01.2020
28.01.2020	29.01.2020	05.02.2020
04.02.2020	05.02.2020	12.02.2020
11.02.2020	12.02.2020	19.02.2020
18.02.2020	19.02.2020	26.02.2020
25.02.2020	26.02.2020	04.03.2020
03.03.2020	04.03.2020	11.03.2020
10.03.2020	11.03.2020	18.03.2020
17.03.2020	18.03.2020	25.03.2020
24.03.2020	25.03.2020	01.04.2020
31.03.2020	01.04.2020	08.04.2020
07.04.2020	08.04.2020	15.04.2020
14.04.2020	15.04.2020	22.04.2020
21.04.2020	22.04.2020	29.04.2020
28.04.2020	29.04.2020	06.05.2020
06.05.2020	06.05.2020	13.05.2020
12.05.2020	13.05.2020	20.05.2020
19.05.2020	20.05.2020	27.05.2020
26.05.2020	27.05.2020	03.06.2020
02.06.2020	03.06.2020	10.06.2020
09.06.2020	10.06.2020	17.06.2020
16.06.2020	17.06.2020	24.06.2020
23.06.2020	24.06.2020	01.07.2020
30.06.2020	01.07.2020	08.07.2020
07.07.2020	08.07.2020	15.07.2020
14.07.2020	15.07.2020	22.07.2020
21.07.2020	22.07.2020	29.07.2020
28.07.2020	29.07.2020	05.08.2020
04.08.2020	05.08.2020	12.08.2020
11.08.2020	12.08.2020	19.08.2020
18.08.2020	19.08.2020	26.08.2020
25.08.2020	26.08.2020	02.09.2020
01.09.2020	02.09.2020	09.09.2020
08.09.2020	09.09.2020	16.09.2020
15.09.2020	16.09.2020	23.09.2020
22.09.2020	23.09.2020	30.09.2020
29.09.2020	30.09.2020	07.10.2020
06.10.2020	07.10.2020	14.10.2020
13.10.2020	14.10.2020	21.10.2020
20.10.2020	21.10.2020	28.10.2020
27.10.2020	28.10.2020	05.11.2020
03.11.2020	05.11.2020	11.11.2020
10.11.2020	11.11.2020	18.11.2020
17.11.2020	18.11.2020	25.11.2020
24.11.2020	25.11.2020	02.12.2020
01.12.2020	02.12.2020	09.12.2020
08.12.2020	09.12.2020	16.12.2020
15.12.2020	16.12.2020	23.12.2020
22.12.2020	23.12.2020	30.12.2020



**ПРИЛОЖЕНИЕ 7****ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ  
РЕЗЕРВОВ В 2020 ГОДУ**

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
15.01.2020 – 11.02.2020	28	Декабрь 2019 г.	22.01.2020 – 24.01.2020
12.02.2020 – 10.03.2020	28	Январь 2020 г.	14.02.2020 – 18.02.2020
11.03.2020 – 7.04.2020	28	Февраль 2020 г.	16.03.2020 – 18.03.2020
8.04.2020 – 12.05.2020	35	Март 2020 г.	14.04.2020 – 16.04.2020
13.05.2020 – 09.06.2020	28	Апрель 2020 г.	20.05.2020 – 22.05.2020
10.06.2020 – 7.07.2020	28	Май 2020 г.	15.06.2020 – 17.06.2020
08.07.2020 – 4.08.2020	28	Июнь 2020 г.	14.07.2020 – 16.07.2020
5.08.2020 – 8.09.2020	35	Июль 2020 г.	14.08.2020 – 18.08.2020
9.09.2020 – 6.10.2020	28	Август 2020 г.	14.09.2020 – 16.09.2020
7.10.2020 – 10.11.2020	35	Сентябрь 2020 г.	14.10.2020 – 16.10.2020
11.11.2020 – 08.12.2020	28	Октябрь 2020 г.	16.11.2020 – 18.11.2020
9.12.2020 – 12.01.2021	35	Ноябрь 2020 г.	14.12.2020 – 16.12.2020

## ПРИЛОЖЕНИЕ 8

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ И БАНКОВСКАЯ СТАТИСТИКА

ВВП, ИНФЛЯЦИЯ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ В СТРАНАХ БРИКС, США И ЕВРОЗОНЕ  
(данные по состоянию на 6.09.2019)

Табл. 1

Страны	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых	Ставка банковского кредита нефинансовому сектору на срок до 1 года/1 год, % годовых	Инфляция, в % к соответствующему месяцу предыдущего года <sup>1</sup>	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварталу предыдущего года <sup>2</sup>	Источник данных
Россия	7,00 <sup>3</sup>	9,10	4,3 <sup>4</sup>	0,9	Банк России, Росстат
Бразилия	6,00	17,24	3,2	1,0	Banco Central do Brazil, Instituto Brasileiro e Geografia e Estatística, Bloomberg
Индия	5,40	9,40	3,2	5,0	Reserve Bank of India, IMF, Government of India, Central Statistical Office
Китай	4,25 <sup>5</sup>	4,35	2,8	6,2	IMF, Trading Economics, National Bureau of Statistics of China
ЮАР	6,50	10,00	4,0	0,7	South African Reserve Bank, Trading Economics, Statistics South Africa
США	2,00–2,25	5,25	1,6	2,3	Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics
Еврозона	0,00	2,49 <sup>6</sup>	1,0	1,0	ECB, Eurostat

<sup>1</sup> Июль 2019 года.<sup>2</sup> II квартал 2019 года.<sup>3</sup> Установлена с 9.09.2019.<sup>4</sup> Август 2019 года.<sup>5</sup> С 20.08.2019 Народный банк Китая ввел новый ориентир для стоимости кредитов, выдаваемых коммерческими банками, – ставку для первоклассных заемщиков (loan prime rate, LPR).<sup>6</sup> По кредитам на срок от 3 месяцев до 1 года на сумму до 0,25 млн евро.

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

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

Табл. 2

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2016</b>								
Январь	9,8	10,7	9,2	10,2	2,0	10,9	11,4	9,0
Февраль	8,1	8,9	6,4	7,8	-2,7	9,5	9,9	8,5
Март	7,3	8,0	5,2	6,7	-5,1	8,8	9,0	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	0,0	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	7,0	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	7,0	7,4	5,4
Ноябрь	5,8	6,2	5,2	6,0	-1,5	6,7	7,1	5,3
Декабрь	5,4	6,0	4,6	6,0	-6,8	6,5	6,8	4,9
<b>2017</b>								
Январь	5,0	5,5	4,2	5,7	-7,6	6,3	6,4	4,4
Февраль	4,6	5,0	3,7	5,4	-9,0	5,7	5,7	4,3
Март	4,3	4,5	3,5	4,9	-7,6	5,1	5,0	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	4,0	2,0	4,4	4,2	4,0
Июнь	4,4	3,5	4,8	3,8	11,6	4,0	3,8	4,1
Июль	3,9	3,3	3,8	3,4	6,9	3,7	3,5	4,1
Август	3,3	3,0	2,6	2,9	-0,8	3,4	3,2	4,1
Сентябрь	3,0	2,8	2,0	2,5	-2,4	3,1	2,8	4,2
Октябрь	2,7	2,5	1,6	2,0	-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	1,0	1,2	2,8	2,3	4,4
<b>2018</b>								
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	4,0
Май	2,4	2,0	0,4	0,8	-2,8	3,4	2,5	4,0
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	4,0	3,1	3,8
Октябрь	3,5	3,1	2,7	3,1	-0,5	4,1	3,2	4,0
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
<b>2019</b>								
Январь	5,0	4,1	5,5	5,2	7,3	4,5	3,8	5,0
Февраль	5,2	4,4	5,9	5,5	9,1	4,6	4,0	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	4,0	5,0
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	3,8	4,4

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.<sup>2</sup> 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. 3

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2016</b>								
Январь	0,7	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,5	0,7	0,3	0,5	-1,3	0,8	0,9	0,5
Март	0,4	0,6	0,2	0,6	-2,9	0,8	0,8	0,3
Апрель	0,5	0,5	0,4	0,6	-1,0	0,6	0,6	0,4
Май	0,4	0,5	0,4	0,6	-1,6	0,5	0,5	0,4
Июнь	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,7	0,6	0,5	0,3
Июль	0,5	0,4	0,6	0,6	0,3	0,5	0,4	0,3
Август	0,5	0,4	0,7	0,5	2,4	0,4	0,4	0,4
Сентябрь	0,4	0,4	0,5	0,4	0,9	0,4	0,5	0,3
Октябрь	0,4	0,4	0,5	0,4	1,7	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	-3,9	0,3	0,3	0,2
<b>2017</b>								
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	-2,8	0,2	0,2	0,4
Март	0,1	0,2	-0,1	0,1	-1,5	0,2	0,2	0,2
Апрель	0,3	0,2	0,5	0,2	3,4	0,2	0,1	0,3
Май	0,4	0,2	0,6	0,2	3,5	0,2	0,1	0,3
Июнь	0,7	0,2	1,3	0,3	8,8	0,2	0,1	0,4
Июль	0,0	0,2	-0,4	0,2	-3,8	0,2	0,2	0,2
Август	-0,1	0,2	-0,7	0,1	-5,1	0,1	0,1	0,5
Сентябрь	0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,6	0,1	0,1	0,3
Октябрь	0,2	0,2	0,1	-0,1	1,9	0,2	0,2	0,3
Ноябрь	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,8	0,2	0,2	0,4
Декабрь	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,3	0,2	0,3
<b>2018</b>								
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	-0,4	0,2	0,2	0,2
Март	0,3	0,1	0,3	0,0	2,3	0,1	0,2	0,4
Апрель	0,4	0,3	0,3	0,2	1,2	0,4	0,3	0,5
Май	0,4	0,3	0,0	0,4	-3,3	0,9	0,3	0,3
Июнь	0,6	0,4	0,7	0,6	1,2	0,5	0,3	0,5
Июль	0,2	0,4	0,3	0,4	-0,4	0,2	0,3	-0,1
Август	0,5	0,4	0,9	0,4	4,8	0,2	0,3	0,4
Сентябрь	0,4	0,4	0,5	0,6	-0,5	0,3	0,3	0,4
Октябрь	0,3	0,4	0,3	0,5	-1,8	0,3	0,3	0,4
Ноябрь	0,4	0,4	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
Декабрь	0,6	0,4	1,0	0,7	3,5	0,3	0,3	0,4
<b>2019</b>								
Январь	0,7	0,5	0,5	0,5	0,2	0,7	0,7	1,2
Февраль	0,3	0,4	0,4	0,3	1,3	0,3	0,3	0,3
Март	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4
Апрель	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4
Май	0,4	0,3	0,5	0,5	0,0	0,2	0,2	0,3
Июнь	0,1	0,3	-0,2	0,3	-3,7	0,3	0,2	0,4
Июль	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,3	0,0

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Табл. 4

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

	ВВП <sup>1</sup>	ИБВЭД <sup>2</sup>	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 <sup>1</sup>	Реальная за- работная плата	Уровень без- работицы (в % к рабочей силе, SA) <sup>3</sup>
<b>2016</b>											
Январь		-1,3	-0,5	3,3	-5,1	1,0	-6,2	-3,0		-3,6	5,6
Февраль		2,0	2,2	3,8	-3,7	3,9	-3,7	7,9		0,6	5,5
Март	-0,4	0,5	-0,3	3,6	-0,4	-0,2	-5,1	8,6	-2,6	1,5	5,7
Апрель		0,3	0,2	3,5	-3,2	0,7	-4,3	7,2		-1,1	5,8
Май		0,6	0,8	3,4	-4,1	0,7	-5,3	7,8		1,0	5,7
Июнь	0,3	1,1	2,4	2,9	-5,2	1,8	-5,0	4,6	-5,2	1,1	5,6
Июль		1,9	2,9	7,4	-0,7	1,5	-6,0	1,2		-1,3	5,5
Август		1,9	1,6	5,7	0,3	3,0	-3,5	6,1		2,7	5,5
Сентябрь	0,3	1,4	2,1	4,7	-4,5	4,1	-3,6	1,5	-3,8	1,9	5,5
Октябрь		2,7	4,6	4,3	-1,4	-0,7	-4,7	-1,3		0,4	5,4
Ноябрь		4,5	5,6	6,8	0,7	2,6	-4,7	4,0		2,1	5,3
Декабрь	1,0	2,1	4,1	3,4	-1,1	3,1	-5,6	-5,4	-5,6	2,8	5,3
<b>2017</b>											
Январь		4,9	5,6	1,3	7,8	8,2	-2,0	2,8		1,0	5,4
Февраль		-0,8	-0,3	0,9	-4,5	3,8	-2,8	-5,1		0,8	5,3
Март	1,5	3,2	3,5	1,9	2,2	6,5	0,0	2,0	0,1	3,1	5,2
Апрель		3,1	3,2	1,5	0,8	7,0	0,3	1,2		3,8	5,2
Май		6,4	6,9	1,0	3,7	9,7	1,1	6,1		2,7	5,3
Июнь	2,5	4,0	3,4	-0,6	2,1	9,1	1,4	8,7	-0,7	3,8	5,3
Июль		1,1	0,2	-2,0	-1,5	6,1	2,6	6,3		3,0	5,3
Август		4,4	4,0	5,9	4,0	7,8	0,4	5,0		2,3	5,2
Сентябрь	2,3	4,7	3,5	9,3	5,2	3,0	3,1	4,2	-1,0	4,3	5,2
Октябрь		0,3	0,2	-1,8	-4,4	4,8	3,4	8,4		5,4	5,1
Ноябрь		-1,2	-1,5	1,9	-8,6	1,5	3,1	7,1		5,8	5,0
Декабрь	0,3	-0,4	-1,7	3,9	-9,6	0,3	3,3	5,2	-0,2	6,2	5,0
<b>2018</b>											
Январь		3,4	2,4	2,3	12,2	1,3	3,0	4,4		11,0	4,9
Февраль		3,8	3,2	2,3	9,4	2,2	2,1	5,0		10,5	4,8
Март	1,9	3,0	2,8	2,4	-2,5	4,4	3,0	4,9	1,4	8,7	4,8
Апрель		5,1	3,9	2,3	11,0	5,0	3,2	8,3		7,6	4,8
Май		4,5	3,7	2,2	7,9	3,1	2,9	8,7		7,6	4,8
Июнь	2,2	2,6	2,2	0,8	3,2	2,1	3,4	3,2	1,1	7,2	4,8
Июль		4,1	3,9	1,7	7,6	4,3	2,8	3,5		7,5	4,9
Август		2,0	2,7	-10,6	3,3	2,8	3,0	4,7		6,8	4,8
Сентябрь	2,2	1,6	2,1	-4,7	5,9	2,2	2,3	3,8	0,2	4,9	4,7
Октябрь		3,8	3,7	12,1	5,7	1,6	2,2	1,5		5,2	4,8
Ноябрь		1,8	2,4	-5,9	4,3	2,3	3,3	-1,6		4,2	4,7
Декабрь	2,7	2,1	2,0	0,1	2,6	3,2	2,7	1,2	-2,0	2,9	4,8
<b>2019</b>											
Январь		0,3	1,1	0,7	0,1	2,3	2,0	-6,1		1,1	4,7
Февраль		2,3	4,1	1,0	0,3	1,8	2,1	-5,9		0,0	4,7
Март	0,5	0,2	1,2	1,5	0,2	2,5	1,7	-6,7	-2,5	2,3	4,5
Апрель		2,9	4,6	1,4	0,0	2,6	1,6	-1,6		3,1	4,6
Май		-0,3	0,9	1,0	0,2	0,9	1,4	-6,0		1,6	4,6
Июнь	0,9	2,0	3,3	1,1	0,1	0,4	1,4	-1,6	-0,2	2,9	4,6
Июль		2,6	2,8	5,9	0,2	-1,2	1,0	4,4		3,5	4,6

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

Источник: Росстат.

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

Табл. 5

	Кредиты нефинансовым организациям		Кредиты физическим лицам		Вклады (депозиты) физических лиц		Доходность государственных облигаций		
	По всем срокам до 1 года	По всем срокам свыше 1 года	По всем срокам до 1 года	По всем срокам свыше 1 года	По всем срокам до 1 года <sup>1</sup>	По всем срокам свыше 1 года	1-летние	5-летние	10-летние
<b>2016</b>									
Январь	13,37	13,67	25,43	18,11	8,53	9,41	10,27	10,46	10,27
Февраль	13,41	13,32	23,65	16,81	7,97	9,07	9,92	10,21	10,08
Март	13,24	13,78	23,94	17,54	7,71	8,86	9,53	9,30	9,22
Апрель	13,00	13,88	21,65	17,49	8,02	8,99	9,71	9,24	9,17
Май	13,06	13,97	23,15	17,62	7,30	8,74	9,51	9,07	8,81
Июнь	12,71	13,67	21,88	17,41	7,20	8,66	9,70	8,87	8,59
Июль	12,44	12,97	22,90	17,31	7,06	8,33	9,57	8,69	8,42
Август	12,19	12,98	23,45	16,87	7,05	8,10	9,26	8,59	8,28
Сентябрь	12,07	12,76	23,28	16,61	6,18	8,09	8,96	8,31	8,14
Октябрь	12,07	11,90	23,23	16,45	6,22	7,65	8,91	8,52	8,37
Ноябрь	11,72	11,82	22,51	15,98	7,00	7,40	8,82	8,77	8,77
Декабрь	11,83	11,70	21,30	15,48	6,90	7,57	8,75	8,45	8,58
<b>2017</b>									
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
<b>2018</b>									
Январь	9,14	8,61	18,99	13,52	5,72	6,66	6,66	7,03	7,51
Февраль	8,81	9,23	18,29	13,42	5,57	6,37	6,49	6,79	7,20
Март	8,77	9,22	17,41	13,39	5,59	6,21	6,19	6,67	7,18
Апрель	8,66	8,51	16,14	13,25	5,39	5,84	6,55	6,96	7,38
Май	8,75	8,61	17,79	13,20	5,46	5,98	6,57	7,04	7,49
Июнь	8,82	8,45	17,72	13,00	5,20	5,69	6,80	7,35	7,71
Июль	8,75	8,61	17,12	12,94	5,13	5,73	6,90	7,47	7,80
Август	8,72	9,05	17,74	12,87	5,04	5,70	7,40	8,23	8,48
Сентябрь	9,00	9,24	17,50	12,50	5,21	6,02	7,56	8,60	8,91
Октябрь	8,84	9,16	17,99	12,50	5,66	6,56	7,55	8,50	8,75
Ноябрь	8,94	9,45	17,82	12,38	5,98	6,75	7,71	8,59	8,86
Декабрь	9,20	9,17	17,87	12,50	5,64	6,83	7,78	8,56	8,82
<b>2019</b>									
Январь	9,26	9,90	15,95	13,10	6,10	6,91	7,59	8,21	8,47
Февраль	9,29	9,88	15,54	13,08	6,24	7,02	7,69	8,07	8,36
Март	9,30	9,98	14,91	13,29	6,12	7,07	7,40	8,06	8,38
Апрель	9,24	9,83	15,06	13,37	5,82	6,92	7,61	7,99	8,33
Май	9,20	10,00	15,41	13,63	5,73	6,85	7,31	7,84	8,16
Июнь	9,10	9,58	15,25	13,35	5,79	6,75	7,21	7,46	7,67
Июль							6,94	7,20	7,42
Август							6,80	7,10	7,38

<sup>1</sup> Кроме «до востребования».  
Источник: Банк России.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ<sup>1</sup>

Табл. 6

(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)

	Денежная масса (M2)	Широкая денежная масса <sup>2</sup>	Депозиты небанковского сектора <sup>3</sup> в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора <sup>3</sup> в иностранной валюте <sup>4</sup>		Чистые иностранные активы банковской системы <sup>4</sup>	Требования банковской системы к экономике <sup>2</sup>	Требования банковской системы к физическим лицам <sup>2</sup>	Требования банковской системы к организациям <sup>2</sup>
			Физических лиц	Организаций	Физических лиц	Организаций				
<b>2016</b>										
1.01.2016	11,3	11,8	19,4	8,0	8,3	13,7	1,3	3,2	-6,4	6,5
1.02.2016	9,5	9,7	18,2	1,5	7,9	10,8	5,9	3,8	-5,7	6,9
1.03.2016	9,9	10,0	16,9	2,8	5,7	11,4	8,8	2,7	-4,8	5,2
1.04.2016	11,8	11,4	16,4	7,5	5,4	12,4	9,6	4,5	-3,7	7,2
1.05.2016	10,8	10,1	15,7	4,6	2,0	10,8	8,3	4,2	-2,8	6,6
1.06.2016	12,0	11,2	16,3	7,2	-0,2	14,7	7,7	4,6	-2,2	6,8
1.07.2016	12,3	10,2	16,2	8,0	0,0	6,9	5,3	4,8	-1,6	6,8
1.08.2016	12,3	9,2	15,4	9,3	0,4	0,9	4,9	5,2	-1,2	7,2
1.09.2016	11,8	7,9	16,1	7,2	0,5	-2,4	5,3	4,8	-0,8	6,6
1.10.2016	12,8	7,1	15,7	10,6	1,2	-10,6	3,1	4,6	-0,2	6,1
1.11.2016	12,1	6,1	15,6	9,7	0,8	-13,6	1,9	4,7	0,3	6,1
1.12.2016	11,3	5,5	15,8	7,1	0,4	-12,4	1,6	4,1	0,9	5,1
<b>2017</b>										
1.01.2017	9,2	4,0	14,2	4,0	0,4	-13,6	0,1	3,4	1,4	3,9
1.02.2017	11,9	7,1	16,3	8,9	3,2	-6,3	2,4	4,3	1,6	5,0
1.03.2017	12,1	7,2	16,2	10,2	5,0	-8,0	4,8	4,7	1,9	5,5
1.04.2017	11,1	6,0	15,7	7,6	3,4	-11,4	3,7	5,0	3,1	5,5
1.05.2017	10,1	5,5	14,0	6,9	3,8	-11,3	1,6	5,1	4,1	5,4
1.06.2017	10,0	6,1	13,5	7,0	3,6	-7,1	5,7	5,5	4,8	5,7
1.07.2017	10,5	6,5	14,1	7,1	2,6	-7,1	6,1	5,7	5,9	5,6
1.08.2017	9,0	6,5	13,3	3,6	1,0	1,7	8,3	6,0	6,4	5,9
1.09.2017	9,0	6,5	12,7	3,9	0,2	1,6	6,6	6,7	7,7	6,4
1.10.2017	9,5	6,8	13,0	4,5	-1,6	2,2	7,0	7,5	8,6	7,2
1.11.2017	10,0	7,5	12,7	6,1	-2,7	4,7	6,8	8,6	9,7	8,3
1.12.2017	10,1	8,2	12,5	6,3	-1,9	8,5	9,2	9,4	11,0	8,9
<b>2018</b>										
1.01.2018	10,5	8,6	12,6	7,9	-2,2	9,0	13,8	8,9	12,1	8,0
1.02.2018	9,4	7,4	11,3	7,4	-1,3	5,0	13,4	8,3	13,9	6,7
1.03.2018	9,3	6,6	11,8	5,5	-2,0	-0,1	11,9	8,7	14,7	7,0
1.04.2018	9,9	7,6	12,6	5,3	-2,7	4,1	12,7	9,1	15,8	7,2
1.05.2018	11,5	8,5	14,0	7,5	-7,6	5,3	11,7	9,1	16,3	7,0
1.06.2018	10,3	7,7	13,2	4,7	-8,1	6,3	8,1	9,1	17,6	6,6
1.07.2018	11,4	8,3	12,8	8,4	-8,0	5,5	7,9	9,0	18,4	6,3
1.08.2018	11,8	8,1	13,3	8,8	-6,4	1,2	6,9	9,4	19,3	6,6
1.09.2018	12,6	8,2	13,0	11,3	-7,4	-1,6	7,1	9,0	19,9	5,8
1.10.2018	11,8	8,2	12,0	10,8	-7,4	2,3	8,1	9,1	20,8	5,6
1.11.2018	11,5	7,9	12,7	9,1	-7,1	2,6	9,0	8,9	21,4	5,2
1.12.2018	11,9	7,9	11,3	13,3	-5,7	-0,7	10,5	8,1	22,1	3,9
<b>2019</b>										
1.01.2019	11,0	7,9	10,9	11,5	-4,7	1,9	11,3	8,8	21,8	4,9
1.02.2019	9,9	6,5	10,1	9,6	-3,0	-2,3	9,0	11,0	23,9	7,1
1.03.2019	9,9	7,9	9,7	11,0	-0,6	6,2	11,1	10,9	24,1	6,8
1.04.2019	8,9	7,0	9,0	10,4	2,3	3,8	11,1	10,7	23,5	6,8
1.05.2019	7,7	6,6	9,6	6,7	6,7	4,7	11,4	10,4	23,9	6,3
1.06.2019	8,0	6,7	9,4	8,7	8,8	2,3	15,1	10,5	23,6	6,4
1.07.2019	7,3	6,4	8,9	7,7	10,4	2,5	20,1	10,6	23,1	6,6
1.08.2019	7,8	7,0	8,4	10,8	10,2	3,4	17,5	10,0	22,2	6,1

<sup>1</sup> Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» и раздел «Статистика» официального сайта Банка России).

<sup>2</sup> Исключая валютную переоценку.

<sup>3</sup> Физические лица – резиденты, нефинансовые и финансовые (кроме банковских) организации – резиденты.

<sup>4</sup> Рассчитано по данным в млрд долл. США.

Источник: Банк России.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ<sup>1</sup>

Табл. 7

(млрд руб., если не указано иное)

	Денежная масса (M2)	Широкая денежная масса	Депозиты небанковского сектора <sup>2</sup> в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора <sup>2</sup> в иностранной валюте, млрд долл.		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				
<b>2016</b>										
1.01.2016	35 180	51 370	16 045	11 895,9	90,6	123,6	450,8	52 982	11 647	41 335
1.02.2016	33 966	50 832	15 641	11 270,2	88,4	128,4	464,6	53 297	11 594	41 702
1.03.2016	34 310	51 140	15 885	11 274,6	87,0	129,2	460,0	53 159	11 570	41 589
1.04.2016	34 689	50 051	16 013	11 533,8	87,8	130,2	467,7	52 216	11 518	40 697
1.05.2016	35 105	49 674	16 377	11 426,7	88,9	127,9	481,7	52 059	11 512	40 548
1.06.2016	35 643	50 343	16 562	11 784,7	88,3	125,1	472,9	52 374	11 524	40 850
1.07.2016	35 857	49 963	16 827	11 657,3	89,2	121,0	475,6	52 111	11 519	40 592
1.08.2016	36 032	50 192	16 942	11 627,7	89,7	112,7	467,2	52 743	11 592	41 151
1.09.2016	36 170	49 877	17 077	11 653,6	90,2	112,1	474,3	52 612	11 639	40 973
1.10.2016	36 149	49 544	17 100	11 636,3	91,3	111,8	473,7	52 361	11 670	40 690
1.11.2016	36 051	49 167	17 202	11 510,4	91,5	108,4	469,8	52 560	11 690	40 870
1.12.2016	36 433	49 854	17 427	11 688,4	90,5	108,4	463,4	52 935	11 738	41 197
<b>2017</b>										
1.01.2017	38 418	50 903	18 328	12 375,3	91,0	106,8	451,3	52 689	11 756	40 933
1.02.2017	38 017	51 223	18 195	12 278,4	91,2	120,2	475,8	52 996	11 716	41 280
1.03.2017	38 475	51 142	18 461	12 427,1	91,4	118,9	481,9	52 778	11 727	41 052
1.04.2017	38 555	50 672	18 529	12 415,4	90,8	115,4	485,2	52 917	11 836	41 081
1.05.2017	38 664	50 863	18 673	12 215,2	92,3	113,5	489,7	53 480	11 961	41 520
1.06.2017	39 223	51 420	18 800	12 609,8	91,4	116,1	500,0	53 616	12 037	41 579
1.07.2017	39 623	52 129	19 192	12 484,5	91,5	112,4	504,4	54 197	12 177	42 020
1.08.2017	39 276	51 937	19 193	12 048,4	90,6	114,6	506,2	54 661	12 312	42 349
1.09.2017	39 419	51 860	19 244	12 108,9	90,4	113,9	505,4	55 148	12 516	42 633
1.10.2017	39 571	51 853	19 317	12 164,8	89,8	114,2	506,7	55 479	12 658	42 821
1.11.2017	39 667	51 836	19 384	12 211,5	89,1	113,5	501,6	56 296	12 802	43 494
1.12.2017	40 114	52 586	19 612	12 428,1	88,7	117,6	505,9	56 871	13 011	43 860
<b>2018</b>										
1.01.2018	42 442	54 667	20 643	13 353,0	89,0	116,5	513,6	56 946	13 169	43 778
1.02.2018	41 597	54 171	20 252	13 182,3	90,0	126,3	539,5	56 813	13 330	43 484
1.03.2018	42 045	54 047	20 636	13 108,7	89,5	118,8	539,4	57 009	13 440	43 569
1.04.2018	42 377	54 727	20 857	13 077,4	88,3	120,1	546,8	57 874	13 708	44 165
1.05.2018	43 122	56 221	21 279	13 130,7	85,3	119,5	547,0	59 119	13 921	45 198
1.06.2018	43 257	56 646	21 288	13 197,7	84,0	123,5	540,6	59 402	14 173	45 229
1.07.2018	44 127	57 208	21 651	13 529,8	84,1	118,5	544,3	59 623	14 432	45 191
1.08.2018	43 910	56 823	21 751	13 105,9	84,8	115,9	541,3	60 295	14 693	45 601
1.09.2018	44 369	57 978	21 745	13 473,7	83,7	112,2	541,1	61 452	15 029	46 423
1.10.2018	44 255	57 613	21 642	13 473,9	83,2	116,8	547,7	61 574	15 314	46 259
1.11.2018	44 218	57 520	21 850	13 320,1	82,7	116,5	546,7	62 431	15 562	46 869
1.12.2018	44 892	58 430	21 835	14 075,6	83,7	116,9	559,0	62 623	15 905	46 718
<b>2019</b>										
1.01.2019	47 109	61 402	22 886	14 884,1	84,8	118,7	571,4	63 544	16 065	47 478
1.02.2019	45 721	59 779	22 290	14 441,5	87,3	123,4	587,9	64 405	16 537	47 868
1.03.2019	46 213	60 469	22 638	14 544,4	89,0	126,2	599,5	64 560	16 699	47 861
1.04.2019	46 141	60 147	22 726	14 434,7	90,4	124,7	607,4	65 078	16 943	48 134
1.05.2019	46 436	60 481	23 311	14 011,0	91,0	125,1	609,4	65 654	17 259	48 395
1.06.2019	46 735	60 959	23 284	14 340,7	91,4	126,3	622,4	65 960	17 523	48 436
1.07.2019	47 349	60 927	23 585	14 571,8	92,9	121,5	653,8	65 986	17 769	48 217
1.08.2019	47 351	60 924	23 573	14 523,5	93,4	119,9	635,9	66 412	17 962	48 450

<sup>1</sup> Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» и раздел «Статистика» официального сайта Банка России).

<sup>2</sup> Физические лица – резиденты, нефинансовые и финансовые (кроме банковских) организации – резиденты.  
Источник: Банк России.



## ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ

Табл. 8

	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
<b>2016</b>											
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	25,8	20,7
<b>2017</b>											
I квартал	21,1	34,5	82,6	48,1	-5,3	12,3	17,5	-8,1			
II квартал	1,6	25,1	83,8	58,7	-7,7	14,7	22,4	-15,9			
III квартал	-3,3	20,6	84,4	63,8	-9,9	15,3	25,1	-14,0			
IV квартал	13,0	34,6	102,3	67,7	-8,4	15,4	23,8	-13,1			
Год	32,4	114,7	353,1	238,4	-31,2	57,6	88,9	-51,1	2,1	26,0	20,7
<b>2018</b>											
I квартал	29,8	44,1	101,5	57,4	-6,6	13,9	20,5	-7,7			
II квартал	17,9	45,4	108,8	63,4	-7,7	16,7	24,3	-19,8			
III квартал	27,4	47,8	110,4	62,7	-8,8	17,4	26,1	-11,6			
IV квартал	38,4	57,2	122,4	65,2	-6,9	16,7	23,6	-11,9			
Год	113,5	194,4	443,1	248,7	-29,9	64,6	94,6	-51,0	6,8	30,6	20,7
<b>2019</b>											
I квартал	33,7	46,8	102,4	55,6	-5,9	14,2	20,1	-7,3			
II квартал <sup>1</sup>	12,1	39,7	101,4	61,7	-7,6	16,6	24,2	-20,0			

<sup>1</sup> Оценка.

Источники: Банк России, Росстат.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА: ФИНАНСОВЫЙ СЧЕТ<sup>1</sup>

Табл. 9

	Финансовый счет (кроме резервов)	Сальдо по госсектору	Сальдо по частному сектору	Обязательства банков	Обязательства прочих секторов	Активы банков	Активы прочих секторов	Чистые ошибки и пропуски	Изменение резервов	Сальдо финансовых операций частного сектора
<b>2016</b>										
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	1,5
<b>2017</b>										
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	7,6	
III квартал	-10,6	-10,3	-0,3	-7,8	3,0	-16,3	11,1	-0,7	6,5	
IV квартал	14,0	6,7	7,3	-4,2	1,7	0,8	4,0	-1,7	-2,7	
Год	12,2	-13,3	25,5	-27,7	14,0	-4,4	16,1	2,6	22,6	1,5
<b>2018</b>										
I квартал	12,4	-6,5	18,9	-2,5	1,0	0,3	17,1	2,1	19,3	
II квартал	9,3	11,1	-1,8	-9,6	4,0	-5,7	-1,7	2,9	11,3	
III квартал	24,1	2,9	21,2	-3,8	-8,4	8,6	0,5	1,7	5,0	
IV квартал	30,8	1,5	29,3	-9,2	-0,8	4,5	14,8	-4,3	2,6	
Год	76,5	9,0	67,6	-25,0	-4,2	7,6	30,8	2,4	38,2	3,9
<b>2019</b>										
I квартал	12,7	-9,0	21,7	-3,2	5,2	9,1	14,6	-2,4	18,6	
II квартал <sup>2</sup>	-1,9	-8,0	6,1	-7,4	8,7	8,1	-0,7	2,7	16,6	

<sup>1</sup> В знаках РПББ.<sup>2</sup> Оценка.

Источники: Банк России, Росстат.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 9

СТАТИСТИКА ПРИМЕНЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКИНОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ  
(%)

Табл. 1

Вид обязательств	Даты действия			
	1.12.17–31.07.18	1.08.18–31.03.19	1.04.19–30.06.19	С 1.07.19 <sup>1</sup>
<b>Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации</b>				
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				
<b>Банки с базовой лицензией</b>				
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				

<sup>1</sup> Указание Банка России от 31.05.2019 №5158-У «Об обязательных резервных требованиях». См. пресс-релиз от 31.05.2019 на сайте Банка России.  
Источник: Банк России.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ  
(% годовых) Табл. 2

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.2019	С 17.06.2019	С 29.07.2019	С 9.09.2019	Общий подход к установлению ставок <sup>1</sup>	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup> ; операции репо Кредиты, обеспеченные нерыночными активами <sup>3</sup> Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами <sup>3</sup>	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	8,00	Ключевая ставка + 1,00	
			От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	Ключевая ставка + 1,75		
			3 месяца		8,00	7,75	7,50			Ключевая ставка + 0,25
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)  Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)  Операции постоянного действия	Аукционы репо  Аукционы «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup>  Депозитные аукционы  Депозитные операции <sup>7</sup>	1 неделя	Еженедельно <sup>5</sup>	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,00 (ключевая ставка)	Ключевая ставка	
			От 1 до 6 дней							
			От 1 до 2 дней							Нерегулярно <sup>6</sup>
			от 1 до 6 дней							
			1 неделя							
1 день	Ежедневно	6,75	6,50	6,25	6,00	Ключевая ставка - 1,00				

<sup>1</sup> С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спредов к ключевой ставке.

<sup>2</sup> С 23 декабря 2016 г. ставки по валютной части установлены равными ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США или евро (в зависимости от используемой в сделках валюты).

<sup>3</sup> Операции, которые проводятся по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>4</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>6</sup> Операции «тонкой настройки».

<sup>7</sup> До 16 мая 2018 г. также «до востребования». С 17 мая 2018 г. Банк России проводит с кредитными организациями только депозитные операции овернайт.

Источник: Банк России.

Табл. 3

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ  
И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.					
					На 1.01.18	На 1.01.19	На 1.04.19	На 1.07.19	На 1.08.19	На 1.09.19
Предоставление ликвидности	Операции постоянно-го действия	Кредиты овернайт			0,0	8,1	0,0	1,1	0,6	0,4
		Ломбардные кредиты	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			0,0	4,1	32,8	3,6	0,0	0,0
	Операции репо			3,6	3,6	2,6	1,4	0,7	0,9	
	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней		5,5	5,1	8,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Операции на открытом рынке	Аукционы «валютный своп»	От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней		2 124,9	1 478,2	1 680,0	704,4	1 299,5	2 215,0
		Аукционы по размещению и доразмещению КОБР <sup>4</sup>	1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>	357,4	1 391,3	1 515,3	1 716,6	1 517,1	1 214,2
Операции постоянно-го действия	Депозитные операции	До 3 месяцев	Нерегулярно	246,8	423,8	136,4	152,8	126,0	149,8	
		1 день <sup>5</sup>		Ежедневно						

<sup>1</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>2</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>3</sup> Операции «тонкой настройкой».

<sup>4</sup> В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, объем КОБР в обращении указывается с учетом накопленного купонного дохода на первый рабочий день после отчетной даты.

<sup>5</sup> До 16 мая 2018 г. также «до востребования». С 17 мая 2018 г. Банк России проводит с кредитными организациями только депозитные операции овернайт.

Источник: Банк России.

## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

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

### **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).

### **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 по-

требительских 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**

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Ставка устанавливается Советом директоров Банка России восемь раз в год. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. Соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя.

### **Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)**

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

### **Ликвидность банковского сектора**

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

### **Нейтральная ставка**

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

### **Нормативы обязательных резервов**

Коэффициенты, значения которых могут находиться в интервале от 0 до 20%, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. 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 за-

долженностью 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 Банк России 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 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
- ЖКХ – жилищно-коммунальное хозяйство
- ИПЦ – индекс потребительских цен
- ИТ – режим таргетирования инфляции
- 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
- 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
- ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития
- п.п. – процентный пункт
- РПББ – 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
- MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
- RUONIA – Rouble OverNight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка облигаций, рассчитываемая Cbonds)



