



Банк России



**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ  
ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКИ НА 2025 ГОД И ПЕРИОД  
2026 И 2027 ГОДОВ**

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 30.10.2024.

Документ подготовлен по статистическим данным на 18.10.2024.

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 24.10.2024.

В случае выхода статистики или иной важной информации после даты отсечения она может быть включена в текст документа.

Электронная версия документа размещена в подразделе [«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики»](#) раздела «Издания Банка России» на сайте Банка России.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2024

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение</b> .....	<b>2</b>
<b>Раздел 1. Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики</b> .....	<b>6</b>
Врезка 1. Уровень цели по инфляции в России.....	20
Врезка 2. Преимущества плавающего курса.....	23
Врезка 3. Совершенствование модельного аппарата.....	25
<b>Раздел 2. Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики в конце 2023 года и в 2024 году</b> .....	<b>27</b>
Врезка 4. Динамика инфляции в регионах.....	34
Врезка 5. Мониторинг предприятий для целей денежно-кредитной политики.....	36
Врезка 6. Операции Банка России на валютном рынке.....	39
<b>Раздел 3. Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2024 году и 2025–2027 годах</b> .....	<b>41</b>
Врезка 7. Бюджетная политика в 2024–2027 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику.....	60
Врезка 8. Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных.....	63
<b>Раздел 4. Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2024 году и 2025–2027 годах</b> .....	<b>69</b>
Врезка 9. Влияние НКЛ на операции банков и ситуацию на денежном рынке.....	79
<b>Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России</b> .....	<b>82</b>
Врезка 10. Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм.....	97
Врезка 11. Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям.....	101
Врезка 12. Региональная неоднородность экономики России и работа трансмиссионного механизма.....	104
<b>Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России</b> .....	<b>106</b>
<b>Приложение 3. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки</b> .....	<b>112</b>
<b>Приложение 4. Разовые факторы инфляции на стороне предложения</b> .....	<b>116</b>
<b>Приложение 5. Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса</b> .....	<b>119</b>
<b>Приложение 6. Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики</b> .....	<b>124</b>
<b>Приложение 7. Нейтральная процентная ставка и ее оценка</b> .....	<b>129</b>
<b>Приложение 8. Влияние цифрового рубля на денежно-кредитную политику</b> .....	<b>136</b>
<b>Приложение 9. Развитие финансового рынка</b> .....	<b>141</b>
<b>Приложение 10. Денежная программа</b> .....	<b>147</b>
<b>Приложение 11. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления</b> .....	<b>149</b>
Врезка 13. Нетрадиционные меры денежно-кредитной политики.....	160
<b>Календари и таблицы</b> .....	<b>165</b>
Календарь решений по ключевой ставке в 2025 году.....	165
График аукционов Банка России в 2025 году .....	166
График периодов усреднения обязательных резервов в 2025 году.....	167
Статистические таблицы .....	168
<b>Глоссарий</b> .....	<b>176</b>
<b>Список сокращений</b> .....	<b>181</b>

## ВВЕДЕНИЕ

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

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России исходит из своей основной функции, закрепленной в Конституции Российской Федерации: защита и обеспечение устойчивости рубля. В соответствии с Федеральным законом от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» эта функция выполняется посредством поддержания ценовой стабильности, то есть устойчиво низкой инфляции. Обеспечивая ценовую стабильность, Банк России создает одно из необходимых условий для устойчивого экономического развития страны.

В конце 2023 – первой половине 2024 года российская экономика продолжала расти высокими темпами. Они были значительно выше тех, которые Банк России ожидал в базовом сценарии ОНЕГДКП 2024–2026. Основным драйвером роста оставался внутренний спрос. Продолжающийся рост доходов населения и прибыли компаний, наряду с увеличением бюджетных расходов, поддерживали потребительскую и инвестиционную активность. Потребительский оптимизм оставался высоким, а компании стремились занять ниши на рынке, освободившиеся в условиях санкций и ухода ряда зарубежных компаний с российского рынка. После повышения ключевой ставки во второй половине 2023 года до 16,0% годовых денежно-кредитные условия существенно ужесточились. В то же время растущие доходы и прибыль позволяли компаниям и населению продолжать наращивать привлечение кредитов, несмотря на высокие процентные ставки. Кроме того, многие компании привлекали кредиты по плавающим ставкам в ожидании снижения ключевой ставки. Расширение кредитования также поддерживало внутренний спрос.

При этом возможности для увеличения предложения в ответ на рост спроса были ограничены. Загрузка производственных мощностей оставалась высокой. Компании в ходе опросов сообщали о росте дефицита кадров. Они оптимизировали производственные процессы, закупали новое оборудование, чтобы восполнить нехватку рабочей силы технологическими решениями. Однако напряженность на рынке труда не спадала. Чтобы удержать персонал, компании повышали заработную плату, что увеличивало их издержки. Усиление санкций также ограничивало возможности расширения предложения. Компаниям стало сложнее приобретать оборудование и комплектующие для расширения производственных мощностей и поддержания работоспособности имеющихся. Увеличивались их затраты на логистику и проведение трансграничных платежей.

В условиях высоких темпов роста внутреннего спроса, опережавшего расширение предложения, компаниям было проще переносить возросшие издержки в цены. В результате инфляционное давление оставалось повышенным. После снижения в I квартале 2024 года оно вновь усилилось в апреле – сентябре. Отчасти это было связано с временными факторами. Однако большинство показателей устойчивой инфляции (исключающих влияние временных факторов) оставались повышенными. Ускорение инфляции сопровождалось ростом большинства индикаторов инфляционных ожиданий, что усиливало инерцию устойчивой инфляции. Увеличение инфляционного давления указывало на сохранение значительного перегрева экономики и ее отклонение вверх от траектории сбалансированного роста. В этих условиях Банк России

в июле – октябре 2024 года последовательно повышал ключевую ставку. В совокупности ключевая ставка была увеличена на 5 п.п., с 16,0 до 21,0% годовых. Банк России также дважды значительно поднимал прогнозную траекторию ключевой ставки в базовом сценарии (в июле и в октябре) и давал жесткий сигнал о возможности повышения ключевой ставки на ближайшем заседании (в сентябре и октябре).

В базовом прогнозном сценарии Банк России предполагает, что мировая экономика продолжит развиваться в рамках текущих трендов. Центральные банки стран с развитой экономикой, стремясь снизить инфляцию, будут поддерживать жесткие денежно-кредитные условия продолжительное время. Вместе с тем, учитывая сохраняющуюся устойчивость мировой экономики к высоким процентным ставкам, значимого замедления ее роста не ожидается. Это будет поддерживать спрос на товары российского экспорта. В то же время сохранение санкционных ограничений на прогнозном горизонте будет сдерживать рост экспорта и импорта. По прогнозу Банка России, цены на нефть будут плавно снижаться до 70 долларов США за баррель в 2027 году в условиях ожидаемого увеличения добычи нефти в мире.

Трансформация российской экономики в ближайшие годы продолжится. В ее структуре будет преобладать внутренний спрос. Доля экспорта и импорта будет меньше той, которая наблюдалась в досанкционный период. По прогнозу Банка России, в 2024 году российская экономика вырастет на 3,5–4,0%. В конце 2024 года перегрев в экономике начнет постепенно уменьшаться. Этому будет способствовать проводимая денежно-кредитная политика. В 2027 году российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста в 1,5–2,5%. Темпы увеличения потребительского и инвестиционного спроса в ближайшие годы станут более умеренными. По мере адаптации к усилению санкционных барьеров рост экспорта и импорта возобновится после снижения в 2024 году. Инфляция снизится до 4,5–5,0% в 2025 году, до 4% в первой половине 2026 года и будет находиться на цели в дальнейшем. Для этого потребуются поддерживать жесткие денежно-кредитные условия продолжительное время. Высокая ключевая ставка обеспечит необходимую реальную жесткость денежно-кредитных условий для снижения кредитной и увеличения сберегательной активности экономических агентов в условиях их повышенных и незаякоренных инфляционных ожиданий. По оценкам Банка России, в 2024 году ключевая ставка в среднем составит 17,5% годовых, в 2025 году – 17,0–20,0% годовых, в 2026 году – 12,0–13,0% годовых. В 2027 году ключевая ставка в среднем составит 7,5–8,5% годовых, что соответствует диапазонной оценке долгосрочной нейтральной ставки в российской экономике. Эта оценка повышена Банком России на 1,5 п.п. по сравнению с предыдущей с учетом комплексного пересмотра произошедших за последние 5 лет изменений в экономике, связанных со структурным ростом спроса на инвестиции и увеличением риск-премии, смягчением параметров бюджетного правила и повышением уровня нейтральных процентных ставок в мире.

Основные риски для развития российской экономики связаны как с внутренними, так и с внешними условиями. С учетом этого Банк России рассматривает два альтернативных неблагоприятных сценария. Сценарий «Проинфляционный (Выше спрос)» предполагает более высокую долю расходов бюджета, приходящихся на льготные программы кредитования, а также расширение мер протекционистского характера, направленных на стимулирование импортозамещения. Сценарий «Рисковый (Глобальный кризис)» предполагает возможное ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках, что может привести к глобальному финансовому кризису. Реализация рисков в обоих сценариях, по оценкам Банка России, приведет к более высокой инфляции в 2025–2026 годах и потребует проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием. Инфляция вернется к цели позже, чем в базовом сценарии.

Ситуация в российской экономике может развиваться и более благоприятно, чем в базовом сценарии, в случае реализации ряда условий. В сценарии «Дезинфляционный (Выше потенциал)» предполагается, что за счет увеличения инвестиций в основной капитал и более высоких темпов роста производительности труда предложение в экономике существенно расширяется. В результате рост предложения будет соответствовать расширению внутреннего спроса. Как и в базовом сценарии, инфляция вернется к цели уже в 2025 году, при этом возможно более быстрое смягчение денежно-кредитной политики.

Важным фактором, который будет влиять на экономику в любом из сценариев в предстоящие годы, является бюджетная политика. При подготовке макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывает параметры бюджетной политики и планируемые меры. Изменение этих параметров может потребовать корректировки проводимой денежно-кредитной политики. Ответственная и сбалансированная бюджетная политика с опорой на бюджетное правило является необходимым условием для сохранения макроэкономической стабильности.

При любых сценариях развития событий как в российской, так и в мировой экономике денежно-кредитная политика будет направлена на достижение ее основной цели – обеспечение ценовой стабильности. Обеспечивая устойчиво низкую инфляцию, Банк России создает необходимые условия для развития экономики, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста. Ценовая стабильность при прочих равных условиях:

- дает возможность компаниям и населению лучше планировать свою деятельность;
- способствует повышению доступности заемного финансирования внутри страны;
- обеспечивает защиту доходов и сбережений граждан от значимого непредсказуемого обесценения;
- укрепляет доверие к национальной валюте и повышает ее привлекательность в качестве средства сбережения;
- увеличивает привлекательность рубля как валюты для расчетов и контрактов, в том числе на международном уровне.

С 2015 года Банк России при реализации денежно-кредитной политики следует режиму таргетирования инфляции, руководствуясь лучшими мировыми практиками.

Банк России устанавливает количественную цель по инфляции. Это годовая инфляция вблизи 4%. Цель действует на постоянной основе. При этом с учетом результатов Обзора денежно-кредитной политики, проведенного Банком России в 2021–2023 годах, в российской экономике есть предпосылки для снижения цели по инфляции в будущем. Банк России оценит целесообразность такого снижения после замедления инфляции и ее стабилизации вблизи 4%. При этом снижение цели по инфляции возможно не ранее 2028 года. Если Банк России примет такое решение, оно будет объявлено заблаговременно.

Реализуя денежно-кредитную политику, Банк России воздействует на динамику цен с помощью ключевой ставки и коммуникации о ее возможном изменении в будущем. Это воздействие происходит через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм. Изменение ключевой ставки и коммуникация о ее возможном изменении в будущем влияют на процентные ставки в различных сегментах финансового рынка, котировки ценных бумаг и курс рубля. Изменение этих показателей в свою очередь определяет решения экономических агентов о сбережении, потреблении, инвестировании. В результате формируется внутренний спрос в экономике, который влияет на динамику цен. Для того чтобы решения по денежно-кредитной политике через обозначенную цепочку взаимосвязей в полной мере отразились на динамике цен, нужно время. По оценкам Банка России, для этого требуется 3–6 кварталов. Поэтому, принимая решения по денежно-кредитной политике, Банк России опирается не только на оценку

текущей ситуации, но и на макроэкономический прогноз. Он позволяет оценить, какие денежно-кредитные условия должны сложиться в экономике, чтобы обеспечить инфляцию вблизи 4% на горизонте влияния денежно-кредитной политики. Для разработки прогноза Банк России использует современные макроэкономические модели.

При таргетировании инфляции Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Он позволяет Банку России проводить независимую от других стран денежно-кредитную политику. Плавающий курс сглаживает воздействие внешних факторов на экономику, обеспечивает ее подстройку под меняющуюся внешнюю среду. В настоящее время в условиях ограничений на движение капитала динамика курса рубля определяется в большей степени балансом спроса импортеров на иностранную валюту и ее предложения со стороны экспортеров. Влияние потоков капитала на динамику курса остается менее значительным, чем раньше. Меры по контролю за движением капитала направлены на поддержание стабильности финансового сектора и имеют преимущественно ответный характер.

Банк России стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о проводимой денежно-кредитной политике. Ведется постоянная работа над расширением охвата коммуникации и повышением ее адресности. Информационная открытость Банка России в области денежно-кредитной политики помогает формировать более предсказуемую среду для принятия решений, усиливает влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию.

Публикуемый документ имеет следующую структуру.

В **разделе 1** раскрываются цель и принципы денежно-кредитной политики Банка России, а также ее взаимодействие с другими видами государственной политики. В раздел включены три врезки: об уровне цели по инфляции в России, о преимуществах плавающего валютного курса и о совершенствовании модельного аппарата.

**Раздел 2** содержит ретроспективный взгляд на денежно-кредитную политику Банка России с конца 2023 года по настоящее время. В раздел включены три врезки: о динамике инфляции в регионах, об использовании результатов мониторинга предприятий для целей денежно-кредитной политики и об операциях Банка России на внутреннем валютном рынке.

В **разделе 3** рассматриваются базовый и альтернативные прогнозные сценарии Банка России. Раздел дополнен врезками о влиянии бюджетной политики на экономику и о равновесном состоянии экономики.

**Раздел 4** традиционно содержит описание операционной процедуры денежно-кредитной политики Банка России: операционной цели и системы инструментов, факторов формирования и прогноза ликвидности банковского сектора. В раздел включена врезка о влиянии НКЛ на операции банков и ситуацию на денежном рынке.

В документ также включены приложения и врезки, посвященные как теоретическим аспектам денежно-кредитной политики с учетом российской специфики, так и наиболее актуальным экономическим вопросам.

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

**Цель денежно-кредитной политики – стабильно низкая инфляция, необходимая для устойчивого экономического развития, защиты доходов и сбережений населения и предприятий**

Защита и обеспечение устойчивости рубля – основная функция Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации<sup>1</sup>. Согласно Федеральному закону «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста<sup>2</sup>. Ценовая стабильность означает стабильно низкую инфляцию.

Необходимым условием для развития экономики является макроэкономическая стабильность. Она достигается за счет как ответственной бюджетной политики, так и ценовой стабильности. **Ценовая стабильность – вклад Банка России в развитие экономики России, важнейший элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса.**

**Стабильно низкая инфляция обеспечивает устойчивость покупательной способности национальной валюты – рубля.** При низкой инфляции заработные платы, пенсии и другие доходы, а также сбережения населения и предприятий в национальной валюте защищены от значительного непредсказуемого обесценения. Это позволяет более уверенно планировать расходы, включая долгосрочные, поддерживать уровень жизни и препятствовать росту социального неравенства<sup>3</sup>.

**Низкая устойчивая инфляция благоприятна для бизнеса.** Наличие четкого ориентира по инфляции и его соблюдение – важные элементы предсказуемых экономических условий. В таких условиях компаниям проще развиваться и строить долгосрочные финансовые и инвестиционные планы. Низкая стабильная инфляция повышает доступность заемного финансирования внутри страны: инвесторы с большей готовностью предоставляют компаниям финансовые ресурсы. Высокая и волатильная инфляция является источником рисков для всех участников экономических отношений, в том числе банков и их клиентов. Чтобы получить доход от вложенных средств при высокой и волатильной инфляции, банки закладывают повышенную инфляционную премию в процентные ставки по кредитам. Низкая и стабильная инфляция, напротив, снижает риски банков. В результате процентные ставки формируются на более низком уровне, уменьшается волатильность ставок, особенно долгосрочных.

**При стабильно низкой инфляции растет доверие к национальной валюте,** и снижается доля активов и обязательств в иностранной валюте. Это повышает устойчивость экономики к изменению внешних условий. Привлекательность рубля как валюты для международных расчетов и контрактов выше при устойчиво низкой инфляции в стране. Чем дольше период ценовой стабильности, тем больше у контрагентов уверенности в сохранении покупательной способности рубля и выше готовность использовать его в международной деятельности.

**Денежно-кредитная политика создает условия, необходимые для развития экономики, способствует ее структурной трансформации. Однако сама по себе денежно-кредитная**

<sup>1</sup> Часть 2 статьи 75 Конституции Российской Федерации.

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

<sup>3</sup> Подробнее о влиянии инфляции на социальное неравенство см. в приложении 3 к [ОНЕГДКП 2018–2020](#).

**политика не может обеспечить устойчивое повышение экономического потенциала.**

Потенциал экономики определяется такими факторами, как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала. Это происходит в том числе в результате применения более эффективных форм труда и внедрения новых технологий. Денежно-кредитная политика может воздействовать на интенсивность использования указанных факторов, обеспечивая меньший циклический спад или меньший перегрев в экономике. В этом заключается контрциклическая роль денежно-кредитной политики.

Для устойчивого расширения производственных возможностей экономики и увеличения потенциальных темпов экономического роста необходимы иные меры. В первую очередь это меры структурной, бюджетной политики (изменение структуры бюджетных расходов в целях стимулирования модернизации экономики и повышения уровня человеческого капитала) и институциональные преобразования. Эти меры должны быть направлены на стимулирование частной инициативы, поддержку инновационной активности, поощрение развития компенсирующих и новых технологий, облегчение подстройки и повышение гибкости рынка труда, в том числе в рамках программ переподготовки и повышения квалификации рабочей силы, создание предсказуемых условий экономической деятельности. Обозначенные меры в случае эффективной реализации, наряду с макроэкономической стабильностью, могут обеспечить успешную трансформацию экономики, сопровождающуюся ее переходом в новое равновесие с последующим увеличением потенциальных темпов роста.

## Основные принципы денежно-кредитной политики

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

- постоянная публичная количественная цель по инфляции;
- плавающий валютный курс;
- ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики;
- решения на основе макроэкономического прогноза;
- информационная открытость.

Таргетируя инфляцию, Банк России руководствуется лучшими практиками проведения денежно-кредитной политики в мире (см. приложение 11 [«Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления»](#)). Преимуществом таргетирования инфляции является его гибкость. Оно не предполагает достижения цели по инфляции любой ценой. Напротив, стремясь обеспечить низкую и стабильную инфляцию, денежно-кредитная политика минимизирует масштаб циклических колебаний выпуска, повышает предсказуемость экономической среды и тем самым создает условия для сбалансированного роста экономики. На преимущество таргетирования инфляции при различных вызовах указывают исследования, проведенные в рамках Обзора денежно-кредитной политики Банка России в 2021–2023 годах<sup>4</sup>.

### Постоянная публичная количественная цель по инфляции

Банк России устанавливает постоянную количественную цель по инфляции и объявляет ее, чтобы население, бизнес, участники финансового рынка могли учитывать ее при планировании своей деятельности и принятии экономических решений. Банк России реализует денежно-кредитную политику, чтобы достичь заявленной цели по инфляции. Установление количественной цели по инфляции включает определение целевого показателя, типа и уровня.

<sup>4</sup> Подробнее об исследованиях в рамках Обзора денежно-кредитной политики см. в подразделе [«Обзор денежно-кредитной политики Банка России»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

**Цель денежно-кредитной политики Банка России – годовая инфляция вблизи 4%. Цель по инфляции действует на постоянной основе.** Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен в России, то есть для изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Банк России использует индекс потребительских цен (ИПЦ) в качестве показателя, на основе которого определяет темп прироста потребительских цен (инфляцию). ИПЦ рассчитывается и публикуется Росстатом.

Банк России устанавливает цель по инфляции в виде точечного значения (точки). Точка дает наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики в сравнении с диапазонными типами цели. Участники экономики более однозначно понимают такой тип цели. На практике точка эффективнее в закоривании инфляционных ожиданий (закреплении на цели).

Уровень цели по инфляции 4% был выбран при переходе к таргетированию инфляции в 2015 году с учетом существовавших на тот момент особенностей ценообразования и структуры российской экономики, а также опыта таргетирования инфляции в мире. В 2021–2023 годах Банк России провел Обзор денежно-кредитной политики. Результаты исследований показали, что к концу 2021 года в российской экономике сложились предпосылки для снижения уровня цели по инфляции в будущем (см. врезку 1 [«Уровень цели по инфляции в России»](#)). Однако в 2022 году из-за введения рядом стран масштабных санкций началась структурная перестройка российской экономики. Она сопровождалась значительной корректировкой относительных цен<sup>5</sup> по широкому кругу товаров и услуг. Кроме того, к концу 2023 года российская экономика значительно отклонилась вверх от траектории сбалансированного роста, а инфляция – вверх от цели. После замедления инфляции и ее стабилизации вблизи 4% Банк России оценит целесообразность снижения уровня цели по инфляции. При этом снижение возможно не ранее 2028 года. В случае принятия такого решения оно будет объявлено за несколько лет до изменения. Это позволит минимизировать издержки перехода экономики к новому уровню цели. Банк России продолжит обсуждение этого вопроса с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации.

Формулировка «вблизи 4%» означает, что допустимы небольшие колебания инфляции вокруг 4%. Эти колебания носят естественный характер и происходят из-за постоянной подстройки относительных цен. Под влиянием множества факторов цены на товары и услуги постоянно меняются. В результате на рынках отдельных товаров и услуг, а также в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике цен (см. врезку 4 [«Динамика инфляции в регионах»](#)).

Денежно-кредитная политика постоянно направлена на обеспечение инфляции вблизи 4%. При этом могут возникать факторы, создающие риски отклонения инфляции от цели. В таком случае Банк России оценивает причины и продолжительность влияния данных факторов на инфляцию и исходя из этого принимает решения о необходимых мерах денежно-кредитной политики. При отклонении инфляции от цели Банк России выбирает скорость возвращения к ней с учетом масштаба этого отклонения и влияния мер денежно-кредитной политики на экономическую активность (см. пункт [«Ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики»](#)).

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

## Плавающий валютный курс

Банк России придерживается режима плавающего валютного курса. Это означает, что курс иностранной валюты к рублю определяется рыночными силами – балансом спроса и предложения иностранной валюты на валютном рынке. Банк России не устанавливает целевых ориентиров и ограничений по уровню курса или темпам его изменения и не проводит операций с иностранной валютой, чтобы определять динамику курса. При этом Банк России может проводить операции на валютном рынке для поддержания финансовой стабильности.

Плавающий валютный курс является необходимым условием эффективной реализации денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции. Он позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки, а центральному банку – проводить независимую денежно-кредитную политику, усиливает ее способность сглаживать деловой цикл. Результатом является более высокая эффективность денежно-кредитной политики в обеспечении низкой и стабильной инфляции (см. врезку 2 «Преимущества плавающего курса»).

В условиях введения санкций и блокировки валютных счетов Банка России для предотвращения реализации рисков для финансовой стабильности с 2022 года в России ужесточены ограничения на движение капитала. Часть ограничений смягчалась по мере стабилизации ситуации. Действующие ограничения носят преимущественно неэкономический и двусторонний характер. Они компенсируют эффект внешних санкций, направленных на стимулирование вывода капитала зарубежных инвесторов из России и запрет на потенциальный приток капитала в будущем. Несмотря на ограничения на движение капитала, курс рубля остается плавающим. В новых условиях он определяется в большей степени, чем ранее, балансом спроса импортеров на иностранную валюту и ее предложения со стороны экспортеров. Влияние потоков капитала на динамику курса остается менее значительным, чем раньше.

Ограничения на движение капитала являются исключительно инструментом политики по поддержанию финансовой стабильности. Теория и практика денежно-кредитной политики в целом подтверждают, что временное использование ограничений на свободу движения капитала, чтобы снизить риски для финансовой стабильности, совместимо с таргетированием инфляции и плавающим валютным курсом. Однако сохранение в течение продолжительного времени масштабных прямых ограничений на свободу движения капитала может иметь негативные долгосрочные последствия для экономики и потенциала ее роста<sup>6</sup>.

## Ключевая ставка и коммуникация – основные инструменты денежно-кредитной политики

Основным инструментом денежно-кредитной политики Банка России является ключевая ставка. Ключевая ставка – это процентная ставка, с помощью которой Банк России формирует в экономике денежно-кредитные условия, позволяющие поддерживать инфляцию на цели. Для этого Банк России регулярно проводит с банками операции, предоставляя или привлекая у них денежные средства, – операции по управлению ликвидностью. Процентные ставки по основным операциям по управлению ликвидностью Банк России устанавливает на уровне ключевой ставки<sup>7</sup>. Процентные ставки по остальным операциям привязаны к ключевой ставке.

<sup>6</sup> Подробнее см. врезку 3 «Ограничения на движение капитала и таргетирование инфляции» в [ОНЕГДКП 2023–2025](#).

<sup>7</sup> Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя (процентные ставки по основным операциям Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора) установлены на уровне ключевой ставки. При этом фактическая процентная ставка по итогам аукционов может несколько отклоняться от ключевой ставки в рамках процентного коридора.

Проводя операции по управлению ликвидностью, Банк России стремится сблизить однодневные ставки денежного рынка с ключевой ставкой. Это операционная цель денежно-кредитной политики (см. раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2024 году и 2025–2027 годах»](#)). Изменение краткосрочных ставок денежного рынка влияет на изменение ставок по операциям на более длительный срок. Они в свою очередь – на ставки по кредитам и депозитам, котировки ценных бумаг. В условиях действия санкций и ответных ограничений на движение капитала ключевая ставка воздействует на курс рубля опосредованно, прежде всего через спрос на импортные товары. Изменение ценовых параметров в разных сегментах финансового рынка влияет на склонность экономических агентов к потреблению, сбережению, инвестированию. В зависимости от этого формируется внутренний спрос в экономике, от соотношения которого с предложением зависит динамика цен. Комплекс взаимосвязей между экономическими процессами, позволяющий влиять на инфляцию через изменение ключевой ставки, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики (см. приложение 1 [«Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики \(ТМ ДКП\) в России»](#)).

**Изменение ключевой ставки в полной мере влияет на спрос и цены не сразу, а со временем.**

По оценкам Банка России, эффекты от изменения ключевой ставки в полной мере проявляются через 3–6 кварталов. Это означает, что на горизонте 1–1,5 года в отсутствие новых значимых шоков Банк России может обеспечить возвращение инфляции к цели в случае ее отклонения.

Совет директоров Банка России принимает решения по ключевой ставке регулярно – 8 раз в год в соответствии с утвержденным и опубликованным [календарем](#). Принятие решений в соответствии с календарем важно для повышения предсказуемости траектории ключевой ставки. Решения по ключевой ставке, принятые по календарю, вступают в силу на следующий рабочий день. Резкое существенное изменение экономической ситуации может требовать принятия оперативных решений по ключевой ставке. В этом случае проводятся внеочередные заседания Совета директоров Банка России. Если решение по ключевой ставке принимается на внеочередном заседании, Банк России может уточнить момент его вступления в силу в пресс-релизе.

**Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций в экономике и факторов длительного действия, учитывая растянутый во времени характер влияния мер денежно-кредитной политики на экономику.** Банк России изменяет ключевую ставку, если текущие тенденции указывают на продолжительное отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте или имеются факторы длительного действия, которые вероятнее всего приведут к такому продолжительному отклонению. Для оценки влияния факторов на инфляцию Банк России составляет макроэкономический прогноз (см. пункт [«Решения на основе макроэкономического прогноза»](#)).

Банк России не реагирует на текущее отклонение инфляции от цели, если оно вызвано временными факторами и инфляция вернется к целевому уровню на краткосрочном горизонте без принятия дополнительных мер. Такой подход при принятии решения позволяет избежать нежелательной волатильности экономических показателей. Изменение ключевой ставки в ответ на краткосрочные факторы может привести к отклонению инфляции в противоположную сторону, что не отвечает задаче ее сохранения вблизи 4%.

При этом Банк России анализирует воздействие временных факторов на инфляционные ожидания (см. приложение 4 [«Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)). Если факторы, которые изначально рассматривались как временные, приводят к существенному росту инфляционных ожиданий и изменению поведения экономических агентов и создают существенные риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе, Банк России учитывает эти факторы при принятии решения об уровне ключевой ставки.

**Изменяя ключевую ставку, чтобы сблизить инфляцию с целью, центральный банк сглаживает экономический цикл и возвращает экономику к сбалансированному и устойчивому экономическому росту. Так проявляется контрциклическая роль денежно-кредитной политики.**

Для достижения цели по инфляции Банк России влияет на спрос. В состоянии долгосрочного равновесия в экономике, то есть когда инфляция и инфляционные ожидания находятся вблизи цели, а выпуск – на уровне, близком к потенциалу, денежно-кредитная политика не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на спрос и экономику. Такая денежно-кредитная политика называется нейтральной.

Когда темпы роста и уровень совокупного спроса начинают опережать производственные возможности экономики, экономика отклоняется вверх от потенциала. Чтобы предотвратить ее перегрев и связанное с этим отклонение инфляции и инфляционных ожиданий вверх от цели, необходимо временное повышение ключевой ставки выше ее нейтрального уровня. Ужесточение денежно-кредитной политики в таких условиях позволяет снизить спрос, вернуть экономику на траекторию сбалансированного роста, а инфляцию – к цели. И, наоборот, если совокупный спрос оказывается меньше производственных возможностей экономики, экономика отклоняется вниз от потенциала, а инфляция – вниз от цели. В этих условиях требуется временное снижение ключевой ставки ниже ее нейтрального уровня. Смягчение денежно-кредитной политики поддержит совокупный спрос и вернет инфляцию к цели.

Нейтральный уровень процентной ставки можно оценить лишь приблизительно – на основе наблюдаемых экономических показателей. В период значимых изменений в экономике неопределенность оценок нейтральной процентной ставки возрастает (см. приложение 7 [«Нейтральная процентная ставка и ее оценка»](#)).

**Коммуникация о решениях по денежно-кредитной политике влияет на ожидания и поведение экономических агентов и является важным инструментом денежно-кредитной политики.**

Ожидания участников экономики существенно влияют на экономику в целом и на инфляцию в частности. Чтобы меры центрального банка были более действенными, важно привязать инфляционные ожидания населения и бизнеса к цели по инфляции, то есть закоротить.

Для этого необходимо, чтобы участники экономических отношений доверяли Банку России и его денежно-кредитной политике. Доверие формируется при успешном достижении цели по инфляции и понимании обществом политики центрального банка. Банк России стремится быть максимально открытым. Это является одним из принципов денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции (см. пункт [«Информационная открытость»](#)).

Помимо объяснения принятых решений по денежно-кредитной политике, Банк России дает словесный сигнал о возможных дальнейших решениях. Сигнал имеет не менее важное значение, чем само решение по ключевой ставке, так как он влияет на ожидания экономических агентов в отношении дальнейших действий центрального банка и, как следствие, на их поведение.

Банк России также публикует прогнозную траекторию ключевой ставки как часть среднесрочного макроэкономического прогноза Банка России. Это означает, что если ситуация в экономике складывается в соответствии с прогнозом Банка России, то Банк России будет изменять ключевую ставку в соответствии с прогнозной траекторией. Если ситуация в экономике складывается иначе, чем предполагает макроэкономический прогноз Банка России, это требует пересмотра как самого прогноза, так и прогнозной траектории ключевой ставки. Последняя представлена в форме диапазонов средней ключевой ставки за каждый календарный год. Прогнозная траектория ключевой ставки усиливает словесный сигнал, оказывая дополнительное влияние на ожидания участников рынка и денежно-кредитные условия.

## Решения на основе макроэкономического прогноза

**Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза, поскольку они влияют на динамику цен с временным лагом.** Прогноз Банка России – это согласованное мнение членов Совета директоров Банка России о будущих экономических тенденциях и показателях. В его основе лежат результаты модельных расчетов по широкому комплексу современных количественных моделей, описывающих экономическую динамику<sup>8</sup>. Модельный аппарат постоянно совершенствуется (см. врезку 3 [«Совершенствование модельного аппарата»](#)). При этом прогноз Банка России не формируется из модельных оценок автоматически, а учитывает экспертные суждения членов Совета директоров относительно гипотез и факторов, которые не всегда можно заложить в модели. Отдельные гипотезы проверяются на региональном уровне. Совету директоров о них докладывают руководители главных управлений Банка России.

Банк России проводит полную ревизию среднесрочного макропрогноза перед опорными заседаниями Совета директоров по ключевой ставке, 4 раза в год. По итогам этих заседаний вместе с пресс-релизом о ключевой ставке Банк России публикует и прогноз. Его основные параметры – инфляция, экономический рост, показатели денежно-кредитной сферы и платежного баланса, а также сценарная траектория ключевой ставки.

**При подготовке макропрогноза Банк России проводит детальный анализ широкого круга информации.** В том числе Банк России анализирует текущее состояние российской экономики, ситуацию на мировых товарных и финансовых рынках, экономическую политику в крупных зарубежных странах, возможные изменения в бюджетном, налоговом, социальном и иных направлениях экономической политики в России. На основе этого Банк России формирует предпосылки прогнозных сценариев (набор внешних и внутренних экономических факторов, которые могут серьезно влиять на российскую экономику и инфляцию), а также оценивает инфляционные риски.

**При подготовке макроэкономического прогноза Банк России учитывает тот факт, что решения по денежно-кредитной политике всегда принимаются в условиях неполной определенности.** Ее факторами выступают не только перспективы развития экономической ситуации и предпосылки прогноза, но и новая информация о прошлом и текущем состоянии экономики. Неопределенность также может быть связана с особенностями модельного инструментария. Поэтому Банк России большое внимание уделяет взвешенности принимаемых в области денежно-кредитной политики решений. Это проявляется, в частности, в использовании широкого набора моделей, а также в расчете нескольких различных сценариев развития ситуации в мировой и российской экономике с их вариациями. Такой подход позволяет Банку России оценивать надежность (робастность) макроэкономического прогноза и принимаемого на его основе решения по денежно-кредитной политике.

**Банк России придерживается консервативного подхода при оценке баланса инфляционных рисков на прогнозном горизонте.** Банк России придает несколько большее значение проинфляционным факторам и рискам. Это связано с характером инфляционных ожиданий в России. В то время как инфляционные ожидания профессиональных участников рынка в целом закреплены на цели, инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются чувствительными к действию краткосрочных проинфляционных факторов. При этом реакция инфляционных ожиданий на динамику цен асимметрична: население и предприятия в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на его замедление. В этих условиях недооценка проинфляционных

<sup>8</sup> Подробнее о подготовке макроэкономического прогноза и модельном аппарате Банка России см. в подразделе [«Прогнозирование и модельный аппарат»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

факторов и рисков может привести к устойчивому и продолжительному отклонению инфляции вверх от цели. Поэтому при формировании предпосылок прогноза Банк России уделяет дополнительное внимание тем факторам ценовой динамики, которые способны вызвать рост инфляции и инфляционных ожиданий.

## Информационная открытость

Чтобы денежно-кредитная политика в рамках таргетирования инфляции была эффективна, необходимо понимание и доверие общества. Если граждане и бизнес уверены, что центральный банк способен и решительно настроен поддерживать ценовую стабильность, их инфляционные ожидания существенно не меняются в ответ на краткосрочные колебания цен или события, которые могут временно ускорить или замедлить инфляцию.

Если субъекты экономики понимают решения центрального банка и его информационные сигналы, они могут быстро и корректно учитывать их в ожиданиях относительно уровня процентных ставок, при принятии решений о заимствованиях, сбережениях, индексации заработной платы и цен. В результате усиливается влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию, снижаются масштаб и продолжительность отклонения инфляции от цели.

Для понимания и доверия необходимо, чтобы не только инфляция стабильно находилась на цели, но и центральный банк был информационно открыт в области денежно-кредитной политики. Поэтому Банк России стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о целях, принципах, мерах и результатах денежно-кредитной политики, об оценке экономической ситуации и перспектив ее развития.

Банк России выполняет свои функции по защите и обеспечению устойчивости рубля независимо от других органов государственной власти. Но это не означает, что он действует изолированно. Он постоянно взаимодействует с органами исполнительной власти и подотчетен Государственной Думе Федерального Собрания Российской Федерации и Национальному финансовому совету. Информационная политика Банка России нацелена на постоянный диалог с обществом.

Цели и принципы денежно-кредитной политики ежегодно раскрываются в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. В день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке Банк России публикует пресс-релиз с анализом факторов принятого решения, объяснением его логики и проводит пресс-конференцию Председателя Банка России, которая транслируется в прямом эфире<sup>9</sup>. Кроме того, 4 раза в год после опорных заседаний Совета директоров (в феврале, апреле, июле и октябре) вместе с пресс-релизом о ключевой ставке Банк России публикует среднесрочный макроэкономический прогноз. Примерно через 1,5 недели после каждого заседания Банк России публикует Резюме обсуждения ключевой ставки. В нем раскрываются детали дискуссии о ставке на неделю перед заседанием Совета директоров и непосредственно на заседании. В опорные раунды одновременно с Резюме Банк России публикует Комментарий к среднесрочному прогнозу, в котором подробно освещаются предпосылки и параметры макропрогноза и причины их пересмотра<sup>10</sup>. Банк России также выпускает различные комментарии о динамике макроэкономических показателей<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> В случае принятия внеочередных решений по ключевой ставке (вне публикуемого графика) пресс-конференция Председателя Банка России может не проводиться.

<sup>10</sup> До конца 2023 года эта информация содержалась в Докладе о денежно-кредитной политике.

<sup>11</sup> Комментарии публикуются на сайте Банка России в подразделе «Аналитика» раздела «Денежно-кредитная политика», а также в подразделе «Макроэкономические бюллетени» раздела «Исследования».

**Банк России старается расширить охват коммуникации по денежно-кредитной политике и сделать ее более адресной, в том числе на региональном уровне<sup>12</sup>.** Информационная политика Банка России строится с учетом региональных, возрастных, профессиональных особенностей и потребностей целевых аудиторий, в том числе уровня образования.

Для этого Банк России использует различные каналы коммуникации – официальный сайт Банка России, традиционные медиа, социальные сети, взаимодействует с блогерами. Оперативность комментариев, доступность изложения, простота восприятия текстов и визуального материала – основные принципы, на которых строится работа с медиа. Для разъяснения решений по денежно-кредитной политике Банк России также использует прямую коммуникацию с населением и бизнесом как в очных формах (встречи и круглые столы, выступления на конференциях, лекции в школах, ссузах и вузах), так и в дистанционных (выступления в разнообразных теле- и радиоз эфирах – федеральных и региональных, конференции, лекции и семинары в онлайн-формате). В частности, после каждого решения по ключевой ставке Банк России проводит серию встреч с представителями аналитического и научного сообщества, компаниями и банками. Встречи проводятся как на федеральном, так и на региональном уровне. Основная цель этих встреч – рассказать о проводимой денежно-кредитной политике, ответить на вопросы аудитории и получить обратную связь.

**Банк России также работает над повышением финансовой грамотности населения.** Для более широкого понимания того, как действует денежно-кредитная политика, какие инструменты она использует, Банк России публикует адаптированные тематические материалы на своем просветительском ресурсе «Финансовая культура» ([fincult.info](http://fincult.info)). Банк России активно участвует в разработке Стратегии повышения финансовой грамотности и финансовой культуры.

## **Банк России учитывает взаимное влияние мер разных направлений экономической политики при принятии решений по денежно-кредитной политике**

Банк России непосредственно отвечает за несколько направлений экономической политики. Целями его деятельности являются:

- защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности;
- развитие и укрепление банковской системы Российской Федерации;
- обеспечение стабильности и развитие национальной платежной системы;
- развитие финансового рынка Российской Федерации;
- обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации.

В долгосрочной перспективе цели Банка России дополняют друг друга. Эффективная и бесперебойная работа платежной, банковской системы и финансового рынка является необходимым условием эффективной реализации денежно-кредитной политики. Достижение этих целей способствует формированию условий сбалансированного и устойчивого экономического роста, повышению и поддержанию на высоком уровне благосостояния российских граждан – главной цели государственной экономической политики.

Взаимный учет и согласованность мер по всем направлениям деятельности достигаются за счет их обсуждения на заседаниях Совета директоров Банка России. Кроме того, в работе профильных комитетов и рабочих групп в Банке России участвуют представители разных направлений.

<sup>12</sup> Подробнее об особенностях коммуникации Банка России в 2024 году см. в приложении 6 [«Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики»](#).

При подготовке макроэкономического прогноза Банк России также учитывает влияние на экономику мер, принимаемых по другим направлениям экономической политики, за которые Банк России непосредственно не отвечает. Для обеспечения взаимного учета и согласованности мер представители Банка России участвуют в работе комитетов, рабочих групп по различным направлениям государственной политики.

## Денежно-кредитная политика и поддержание устойчивости финансового сектора

Банк России придерживается принципа разделения целей и инструментов денежно-кредитной политики и политики по поддержанию устойчивости финансового сектора. Для достижения цели по инфляции Банк России использует инструменты денежно-кредитной политики – ключевую ставку и коммуникацию. Устойчивость финансового сектора (банковской системы и финансового рынка) обеспечивают другие механизмы. Прежде всего это микропруденциальное регулирование (регулирование кредитных и иных финансовых организаций), надзорная деятельность, мероприятия по финансовому оздоровлению. Эти меры дополняются мерами макропруденциальной политики, которая поддерживает стабильность финансовой системы в целом: стремится предотвратить накопление избыточных рисков в отдельных сегментах финансовой системы, минимизировать вероятность кризисов и их последствия. При этом Банк России учитывает взаимное влияние мер и той и другой политики и их воздействие на реализацию денежно-кредитной политики.

Устойчивость финансового сектора – необходимое условие для эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике в экономику. Только надежный финансовый сектор способен обеспечивать бесперебойное проведение платежей и трансформацию сбережений в инвестиции. Ограничение накопления системных рисков позволяет снизить вероятность финансовых кризисов, повысить определенность для участников финансового рынка. В случае неблагоприятного развития ситуации на финансовых рынках, в том числе под влиянием внешних факторов, смягчение макропруденциальных требований позволяет финансовому сектору продолжать выполнять свои основные функции, а также снижать негативные эффекты для реального сектора. Все это способствует расширению и развитию финансового сектора: повышает доверие к нему и его привлекательность для всех групп участников и в результате снижает премии за риск, увеличивает глубину и ликвидность финансовых рынков.

Изменения микропруденциального регулирования в большинстве случаев воздействуют на долгосрочные и структурные аспекты деятельности финансовых организаций, поэтому решения о них принимаются независимо от решений в области денежно-кредитной политики, ориентированных на среднесрочную перспективу. Более того, изменения микропруденциального регулирования, в отличие от макропруденциального, обычно вводятся на постоянной основе и не зависят от фазы финансово-экономического цикла. С учетом этого они, как правило, не влияют на условия проведения денежно-кредитной политики. Исключения составляют редкие случаи значительного изменения микропруденциального регулирования, требующие подстройки к ним финансового сектора. В таких случаях Банк России учитывает влияние микропруденциальных мер на условия проведения денежно-кредитной политики и при необходимости может уточнять отдельные параметры операций денежно-кредитной политики.

Решения в области макропруденциальной политики в значительной степени связаны с циклическими колебаниями в финансовом секторе, поэтому при принятии таких мер Банк России учитывает решения по ключевой ставке. Меры макропруденциальной политики в свою очередь могут воздействовать на условия проведения денежно-кредитной политики, в том числе на динамику кредитования и процентные ставки в отдельных сегментах. Поэтому при принятии

решений в области как макропруденциальной политики для ограничения системных рисков, так и денежно-кредитной политики Банк России учитывает их взаимное влияние.

На условия реализации денежно-кредитной политики могут влиять и другие меры по обеспечению стабильности финансового сектора. Так, при проведении мероприятий по финансовому оздоровлению изменяется структурный баланс ликвидности банковского сектора в результате предоставления средств кредитным организациям. Банк России учитывает эти изменения при определении лимитов по операциям абсорбирования или предоставления ликвидности, тем самым нивелируя их возможное влияние на операционную процедуру денежно-кредитной политики и денежно-кредитные условия.

**В обычных условиях Банк России изменяет уровень ключевой ставки только для обеспечения ценовой стабильности. Однако при существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать ключевую ставку для поддержания устойчивости финансовых рынков и финансового сектора в целом. Используя ключевую ставку в этих целях, Банк России в том числе стабилизирует курсовые и инфляционные ожидания экономических агентов, что важно для обеспечения ценовой стабильности.**

### Денежно-кредитная политика и развитие финансового рынка

Политика по развитию финансового рынка, реализуемая Банком России совместно с Правительством Российской Федерации, способствует повышению доступности финансирования для широкого круга субъектов экономики, создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Финансовый рынок – одно из основных звеньев в цепочке передачи импульса от ключевой ставки в экономику. Чем больше объем и ликвидность финансового рынка, тем сильнее и быстрее изменение ключевой ставки влияет на экономику. Степень развития финансового рынка также влияет на уровень нейтральной ставки. Так, более развитый рынок капитала способствует увеличению нормы сбережения в экономике и, соответственно, снижению уровня нейтральной ставки.

Несмотря на масштабные изменения в 2022 году, российский финансовый рынок сегодня продолжает оказывать весь спектр услуг гражданам и бизнесу. Однако ликвидность финансового рынка из-за отсутствия иностранных участников остается ограниченной. Это означает, что эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке по каналам, связанным с динамикой цен на финансовом рынке, понижена. В перспективе она может возрасти. В частности, учитывая введенные ограничения, можно ожидать дальнейшего снижения привлекательности вложений в иностранные ценные бумаги и роста доли российских активов в сбережениях населения, а также увеличения роли внутреннего заемного финансирования. Кроме того, в последние годы в сбережениях населения увеличивается доля ценных бумаг. Продолжающаяся цифровизация финансового рынка будет дополнительным важным фактором, который повышает скорость платежей и расчетов, увеличивает доступность финансирования, а значит, повышает эффективность трансмиссионного механизма.

Развитию российского финансового рынка будут способствовать совместные меры Правительства Российской Федерации и Банка России (см. [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации](#)), а также приложение 9 [«Развитие финансового рынка»](#)).

### Денежно-кредитная политика и бюджетная политика

**Бюджетная политика значительно влияет на условия реализации денежно-кредитной политики:** ликвидность банковского сектора, курс рубля, совокупный спрос, структуру экономики и динамику цен товаров и услуг. Это влияние определяется подходами к формированию бюджета,

структурой бюджетных расходов, их результативностью и распределением во времени. **Денежно-кредитная политика должна своевременно и соразмерно реагировать на изменение этих параметров**, чтобы ограничить риски отклонения инфляции от цели, а экономики – от траектории сбалансированного роста.

Существенное временное смягчение бюджетной политики может ускорять инфляцию, а бюджетная консолидация, напротив, ее замедлять. При этом на динамику инфляции влияет не только непосредственное изменение структурного дефицита/профицита бюджета, но и возникновение вторичных эффектов от изменения структуры бюджетных доходов и расходов. В частности, к существенному росту совокупного спроса может приводить расширение кредита экономике по субсидируемым ставкам (см. врезку 10 [«Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»](#)). Если в результате смягчения бюджетной политики или изменения структуры бюджетных расходов и доходов растёт инфляционное давление, центральный банк вынужден ужесточать денежно-кредитную политику, уменьшив импульс по кредитному каналу на сопоставимую величину. Это позволяет привести совокупный спрос в соответствие с возможностями экономики, предотвратить ускорение инфляции и ее отклонение от цели. Сохранение мягкой бюджетной политики в течение длительного периода является фактором увеличения нейтральной ставки. Это означает, что в таких же условиях при продолжительной мягкой бюджетной политике уровень процентных ставок в экономике должен быть выше.

Государственные расходы, в частности инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей, могут расширять производственный потенциал экономики и изменять ее структуру. Однако это происходит постепенно, в долгосрочном периоде. В краткосрочном периоде такие расходы означают увеличение спроса, а значит, могут приводить к усилению инфляционного давления и требовать мер денежно-кредитной политики.

Влиять на цены могут и меры налоговой политики. Так, повышение косвенных налогов, как правило, ведет к разовой подстройке цен и не требует реакции со стороны денежно-кредитной политики. Однако, если инфляционные ожидания реагируют на изменение налогов, для ограничения рисков отклонения инфляции от цели могут потребоваться меры денежно-кредитной политики. Повышение прямых налогов может иметь как проинфляционный, так и дезинфляционный эффект. Это зависит от того, будут ли возникать вторичные эффекты, связанные с влиянием изменения налогов на поведение населения и бизнеса, а также с направлениями расходования налоговых поступлений.

**В целом ответственная бюджетная политика – одно из необходимых условий ценовой стабильности.** Такая политика обеспечивается в том числе за счет бюджетного правила. Особенно это актуально для экономик стран, богатых природными ресурсами. В таких странах бюджетное правило позволяет ограничить влияние сырьевого цикла на экономику. Оно повышает стабильность совокупного спроса в экономике и уменьшает его зависимость от внешнеэкономической конъюнктуры. В результате снижается неопределенность в экономике и растет макроэкономическая, в том числе ценовая, стабильность.

Первая часть бюджетного правила – ограничение расходов бюджета доходами, полученными при определенном равновесном уровне сырьевых цен. Вторая часть – формирование резервов. Накопленные в период высоких цен на сырье средства могут быть направлены на поддержку совокупного спроса в период низких цен и снижения доходов. Это позволяет смягчить прохождение экономикой кризисного периода.

Применение бюджетного правила уменьшает колебания реального эффективного курса из-за изменения конъюнктуры сырьевого рынка. Это способствует повышению

конкурентоспособности отечественных товаров и развитию производства в несырьевых секторах.

Бюджетное правило – ключевой элемент стабильности государственных финансов, призванный не допускать образования избыточного государственного долга. Предсказуемая бюджетная политика, устойчивость государственных финансов повышают доверие к макроэкономической политике в целом. Как следствие, снижается премия за макроэкономический риск, которая закладывается в процентные ставки и стоимость капитала. Также снижаются и закориваются инфляционные ожидания, что дает центральному банку возможность эффективнее проводить контрциклическую денежно-кредитную политику.

В рамках бюджетного правила Банк России проводит операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Операции на валютном рынке проводятся с юанем с учетом увеличения его доли в торговых расчетах, роста объемов операций с ним на валютном рынке, а также блокировки валютных счетов Банка России в долларах США и евро. Чтобы минимизировать влияние этих операций на динамику валютного курса, Банк России покупает (продает) иностранную валюту на рынке равномерно в течение каждого торгового дня месяца. Банк России проводит такие операции с учетом ликвидности валютного рынка.

Аналогично тому, как Банк России учитывает решения в области бюджетной политики при реализации денежно-кредитной политики (см. врезку 7 [«Бюджетная политика в 2024–2027 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику»](#)), Минфин России и Минэкономразвития России также учитывают цель по инфляции и влияние денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию при подготовке проекта федерального бюджета и прогноза социально-экономического развития. Взаимный учет мер денежно-кредитной и бюджетной политики достигается за счет постоянного взаимодействия Банка России с Минфином России и Минэкономразвития России. В частности, проводятся регулярные совместные совещания для взаимной сверки оценок основных макроэкономических показателей, обсуждения предпосылок и сценариев макроэкономического прогноза. При этом большое внимание уделяется непротиворечивости коммуникации по смежным вопросам, что важно для повышения доверия к денежно-кредитной и бюджетной политике.

В целом применение бюджетного правила одновременно с таргетированием инфляции обеспечивает синергический эффект. В этом случае их вклад в обеспечение стабильности спроса и цен усиливается.

## Денежно-кредитная политика и другие виды государственной политики

**Органы государственной власти вносят свой вклад в поддержание ценовой стабильности. Прежде всего это меры по снижению влияния факторов инфляции на стороне предложения.** К таким факторам относятся события, автономные от денежно-кредитной политики, которые приводят к несистематическим изменениям предложения. Например, это неурожаи, перебои в поставках товаров, ограничения на ввоз продуктов питания по фитосанитарным причинам. Под воздействием этих факторов инфляция может заметно колебаться. При этом их влияние бывает как кратким, так и продолжительным. Они могут вызывать вторичные эффекты, такие как рост инфляционных ожиданий, и приводить к длительному периоду высокой инфляции.

Для нивелирования негативного влияния на инфляцию факторов на стороне предложения применяются различные инструменты, которые условно делятся на постоянно действующие механизмы и ситуативные меры. В первую группу входят регулирование цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний; таможенно-тарифные механизмы; программы повышения эффективности экономики и развития конкуренции; контроль за ценами на социально значимые

товары при возникновении определенных условий. Особое значение для ценовой стабильности имеет индексация регулируемых цен и тарифов, учитывающая цель по инфляции.

Установление предельных цен или торговых надбавок в отдельных сегментах рынка в особых обстоятельствах может ненадолго замедлить рост цен. Однако прямое административное вмешательство в установление цен на длительном горизонте может привести к снижению предложения товаров, подпадающих под ценовое регулирование, сворачиванию инвестиций в эти отрасли и ухудшению потребительских настроений.

При ухудшении внешних экономических условий могут применяться инструменты второй группы – ситуативного действия. Например, это могут быть временные меры для поддержки перестройки экономики. В том числе – по облегчению ведения бизнеса, включая снижение административной нагрузки на бизнес, упрощение таможенных, сертификационных, транспортных процедур, ускорение цифровизации, механизм параллельного импорта и программы льготного кредитования приоритетных отраслей.

Банк России внимательно следит за реализуемыми и планируемыми мерами органов государственной власти, обсуждает их влияние с представителями бизнеса, финансового сообщества и органов власти. Банк России также делится своими наработками по анализу рынков товаров и услуг и предлагает меры по решению проблем. На региональном уровне территориальные учреждения Банка России регулярно взаимодействуют с местными органами власти и бизнес-сообществом по этим вопросам. Банк России продолжит оценивать влияние принимаемых мер на экономику, учитывать их при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике (см. приложение 4 [«Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)).

## ВРЕЗКА 1. УРОВЕНЬ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В РОССИИ

### Банк России сохраняет цель по инфляции на уровне 4% и оценит целесообразность ее снижения в будущем

Выбор формата цели по инфляции, включая ее уровень, тип<sup>1</sup>, горизонт действия и ценовой индекс<sup>2</sup>, – фундаментальный вопрос в рамках таргетирования инфляции. В то же время определение оптимального<sup>3</sup> для национальной экономики целевого ориентира по инфляции представляет собой весьма сложную задачу. С одной стороны, цель по инфляции должна отражать представления общества о ценовой стабильности и создавать условия для укрепления доверия к денежно-кредитной политике. С другой стороны, она должна быть объективно достижима для центрального банка и учитывать особенности условий проведения денежно-кредитной политики в экономике.

При этом успешность таргетирования инфляции одновременно зависит и от того, насколько центральный банк последователен в достижении выбранной цели. Частая корректировка цели по инфляции или частые либо продолжительные периоды отклонения инфляции от цели могут усиливать неопределенность экономических условий для населения, предприятий, участников финансового рынка и, как следствие, снижать доверие к денежно-кредитной политике. Поэтому на практике центральные банки, как правило, весьма обстоятельно подходят к выбору целевого ориентира по инфляции и его формата.

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

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

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

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

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

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

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

<sup>4</sup> Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. [Формат цели по инфляции](#). Банк России. Обобщающая аналитическая записка, 2023 год.

сектора экономики склонны в значительной мере быть адаптивными и следовать за фактической динамикой инфляции.

2. О наличии пространства для снижения уровня цели по инфляции свидетельствуют модельные оценки для российской экономики на данных за период 2015–2021 годов. Это касается как оценок на основе откалиброванной для экономики России новокейнсианской DSGE-модели<sup>5</sup>, так и эконометрических оценок на основе международных сопоставлений<sup>6</sup>.

3. Согласно данным опросов<sup>7</sup>, инфляция на уровне 4% и ниже соответствует ощущению «комфортного»<sup>8</sup> уровня инфляции в восприятии подавляющего большинства российских граждан и предприятий.

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

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

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

7. Более низкий уровень цели по инфляции в России в большей степени соответствовал бы уровню целей по инфляции в странах – торговых партнерах России даже с учетом того, что среди них растет доля стран с развивающейся экономикой. Практика последних лет также показывает, что крупнейшие развивающиеся экономики продолжают поступательное снижение целевых ориентиров по инфляции по мере накопления опыта таргетирования инфляции.

Более низкий уровень цели по инфляции при его стабильном достижении будет способствовать формированию инфляционных ожиданий экономических агентов на более низком уровне. Это означает, что процентные ставки в экономике, прежде всего долгосрочные, будут также находиться на более низком уровне, чем при инфляции вблизи 4%. То есть условия для расширения инвестиционной активности станут более благоприятными. Наряду с этим более низкая инфляция предполагает и меньшие колебания относительных цен в экономике. Однородность инфляции в разрезе компонентов потребительской корзины возрастет. Это будет дополнительно способствовать закориванию инфляционных ожиданий на более низком уровне. Кроме того, снизится волатильность выпуска и улучшится эффективность распределения факторов производства в экономике. Наконец, снижение уровня цели по инфляции в России сблизит его с уровнями цели по инфляции в странах – торговых партнерах. При прочих равных условиях меньшая разница в инфляции в России и в странах – торговых партнерах будет способствовать более стабильной динамике курса рубля.

Установление более низкого уровня цели по инфляции в экономике (при формировании предпосылок для этого) не означает компромисса для денежно-кредитной политики между выпуском и инфляцией в долгосрочной перспективе. Это связано с тем, что в условиях полной гибкости цен, имеющей место в долгосрочном периоде, денежно-кредитная политика не влияет на потенциальные темпы экономического роста. В долгосрочной перспективе темпы роста экономики определяются изменением труда и капитала в экономике и их производительности. В то же время издержки для экономики потенциально могут возникать на этапе перехода к более низкой цели, то есть в краткосрочном

<sup>5</sup> Глазова А. [Оптимальный уровень цели по инфляции, ZLB и равновесная реальная процентная ставка](#). Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год.

<sup>6</sup> Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. [Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире](#). Банк России. Исследовательский доклад. 2023 год.

<sup>7</sup> [Опросы населения, проводимые ООО «ИНФОМ»](#) (март и октябрь 2022 года, февраль 2023 года); [мониторинг предприятий, проводимый Банком России](#) (февраль и октябрь 2022 года).

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

периоде. Минимизировать или полностью исключить такие издержки могут заблаговременное объявление о снижении уровня цели (за несколько лет до фактического снижения), которое обеспечит постепенную подстройку инфляционных ожиданий экономических агентов; последовательность самой денежно-кредитной политики в стабилизации инфляции на цели и высокая информационная открытость; тесная координация действий правительства и центрального банка на этапе перехода, включая учет целевого ориентира по инфляции при формировании параметров бюджетной политики, подходов к индексации регулируемых цен и тарифов.

**На текущем этапе Банк России принял решение сохранить цель по инфляции на уровне 4%.** После замедления инфляции и ее стабилизации вблизи 4% Банк России оценит целесообразность снижения уровня цели по инфляции. При этом снижение уровня цели возможно не ранее 2028 года. В случае принятия такого решения оно будет объявлено за несколько лет до предполагаемого изменения. Это позволит минимизировать издержки перехода экономики к новому уровню цели. Банк России также продолжит обсуждение этого вопроса с бизнесом, аналитическим и экспертным сообществом, общественными организациями, Правительством Российской Федерации и Федеральным Собранием Российской Федерации.

## ВРЕЗКА 2. ПРЕИМУЩЕСТВА ПЛАВАЮЩЕГО КУРСА

**Плавающий курс рубля защищает экономику от внешних шоков и позволяет проводить независимую денежно-кредитную политику. Плавающий валютный курс является важной составляющей режима таргетирования инфляции**

Банк России перешел к режиму плавающего валютного курса рубля в ноябре 2014 года. Это был неотъемлемый элемент перехода к таргетированию инфляции с 2015 года. В чем основные преимущества этого режима?

**Во-первых, плавающий курс играет роль встроенного стабилизатора экономики.** В отличие от управляемого курса, он позволяет экономике лучше абсорбировать внешние шоки, то есть при изменении внешних условий масштаб перегрева или спада экономической активности будет меньше именно при плавающем курсе.

Опыт России это подтверждает. Снижение ВВП в 2015 году (в условиях падения мировых цен на нефть и введения санкций), в 2020 году (в кризис, вызванный пандемией COVID-19 в мире), а также в 2022 году (из-за введения новых масштабных санкций) было меньше, чем в период глобального финансового кризиса 2008–2009 годов, при сопоставимом или даже большем масштабе внешних воздействий, но при ином режиме обменного курса.

Как работает встроенный стабилизатор? Когда национальная валюта слабеет, цены на экспорт с точки зрения зарубежных покупателей<sup>1</sup> снижаются. Это делает отечественные товары и услуги более конкурентоспособными на международном рынке, что компенсирует негативное изменение со стороны внешних условий. При этом с точки зрения внутреннего спроса, как потребительского, так и инвестиционного, при ослаблении национальной валюты импорт становится дороже, что поддерживает конкурентоспособность отечественной продукции на внутреннем рынке и стимулирует импортозамещение. В свою очередь укрепление национальной валюты также контрциклически влияет на экономику, ограничивая риски ее перегрева. Это происходит в том числе через повышение доступности импортных товаров и услуг для отечественных покупателей. Таким образом, свободное курсообразование обеспечивает достаточную гибкость относительных цен, позволяя участникам экономики быстрее и с меньшими издержками реагировать на изменение внешних условий.

**Во-вторых, плавающий курс позволяет Банку России проводить самостоятельную денежно-кредитную политику, направленную на решение внутренних задач, в первую очередь на удержание инфляции вблизи цели, независимо от политики других стран и внешнеэкономической ситуации.**

Так, в режиме регулируемого курса валюты процентные ставки в экономике вследствие арбитража вынуждены следовать за глобальными процентными ставками. Если же центральный банк не таргетирует курс валюты, он может корректировать денежно-кредитные условия в экономике, устанавливая процентные ставки независимо на том уровне, который необходим для обеспечения низкой и стабильной инфляции. В свою очередь инфляционное давление, возникающее в случае курсовых изменений через эффект их переноса в потребительские цены, центральный банк учитывает при проведении денежно-кредитной политики.

**В-третьих, гибкое курсообразование позволяет уравновесить интересы различных участников экономической деятельности, способствуя диверсификации экономики и росту ее устойчивости.** Это особенно важно в периоды структурных экономических преобразований или повышенной неопределенности.

<sup>1</sup> Величина эффекта зависит от валюты внешнеторгового контракта. Поскольку в современных условиях распространена практика установления цен в основных резервных валютах мира, динамика курса национальной валюты оказывает несколько меньший контрциклический эффект для экономики в краткосрочном периоде. Это связано с тем, что курсовые колебания не приводят напрямую к изменению цен на экспортируемую продукцию с точки зрения иностранных контрагентов-покупателей, а значит, при прочих равных условиях не ведут к изменению спроса на нее. Тем не менее в целом для экспортеров-продавцов изменение курса валюты влияет на объем валютной выручки, выраженной в национальной валюте, что влияет на объем потребительского и инвестиционного спроса в экономике с их стороны.

Регулирование валютного курса искажает рыночные принципы ценообразования по аналогии с администрированием внутренних цен. Курс должен отражать состояние платежного баланса страны, подстраиваясь под объективные изменения во внешней торговле и финансовых потоках. Кратко- и долгосрочное равновесие на валютном рынке может быть эффективно достигнуто только на основе постоянного рыночного взаимодействия множества разнообразных участников. А если центральный банк стремится поддерживать определенный уровень курса национальной валюты, он вынужден искать это равновесие искусственно.

Кроме того, стремление удерживать номинальный курс на определенном уровне может не соответствовать динамике реального курса валюты, как правило, отражающей изменения в структуре экономики<sup>2</sup>. Поддержание номинального курса неизменным может создавать благоприятные условия для отдельных отраслей экономики, но лишь временно и за счет других ее секторов.

Опыт кризисов – как в России в 1998 и 2008 годах, так и в других странах – подтверждает, что привязка национальной валюты к иностранной в условиях современной мировой экономики неэффективна. В краткосрочной перспективе она ведет к формированию и наращиванию дисбалансов в экономике, а в долгосрочной невозможна: при наличии мощных негативных внешних факторов попытка удержать национальную валюту от ослабления истощает валютные резервы страны, после чего неизбежно происходит резкая девальвация.

Вместе с тем в странах – экспортерах природных ресурсов некоторые меры по снижению курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на мировых сырьевых рынках, могут быть позитивны для экономики. Эти страны, в том числе Россия, для повышения макроэкономической устойчивости стремятся ограничить влияние внешнего сырьевого цикла на внутренний деловой цикл и используют для этого различные инструменты, такие как, например, бюджетное правило. В некоторых случаях механизм бюджетного правила также способствует снижению курсовой волатильности, связанной с колебаниями цен на нефть. В России бюджетное правило было впервые представлено в 2004 году и в последующие годы постепенно модифицировалось.

<sup>2</sup> Так, например, в развивающейся экономике увеличение реального курса может происходить вследствие роста производительности труда в торгуемых секторах, приводя к росту относительных цен на неторгуемые товары (эффект Балассы – Самуэльсона). Хотя изменение относительных цен может носить и циклический характер, это лишь усложняет для центрального банка задачу по определению равновесного курса валюты.

### ВРЕЗКА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МОДЕЛЬНОГО АППАРАТА

#### История развития прогнозных моделей Банка России и последние обновления: блок рынка труда и региональные модели

Модельный аппарат Банка России состоит из широкого круга моделей разных классов и направленности. Он включает как модели для краткосрочного прогнозирования, позволяющие анализировать текущие тенденции и формировать представление о наиболее вероятном изменении макроэкономических переменных в перспективе одного-двух кварталов, так и модели для среднесрочного прогнозирования, способные рассчитывать изменение макроэкономических показателей на горизонте 3–4 лет при различных сценарных условиях и вариациях отдельных параметров. Методы моделей зависят от решаемой задачи, предметной области, характера используемых данных<sup>1</sup>.

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

Модельный инструментарий Банка России совершенствуется в соответствии с последними академическими и практическими разработками российских и зарубежных экспертов в области макроэкономики и количественных методов. В 2012–2013 годах в базовую модель была добавлена разбивка инфляции на продовольственные, непродовольственные товары и услуги, за исключением жилищно-коммунальных услуг (ЖКУ). Для каждой категории инфляции специфицировалась отдельная кривая Филлипса. Такая разбивка позволяла анализировать изменения относительных цен на торгуемые и неторгуемые товары с учетом изменений реального курса.

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

В 2019–2021 годах в модель включили блок с бюджетным сектором. Он позволяет рассчитывать величину бюджетного стимула в экономике в зависимости от параметров бюджетной политики. Кроме того, была добавлена срочная структура процентных ставок, которая позволяет явно проследить трансмиссию денежно-кредитной политики на ставки различных временных периодов<sup>2</sup>.

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

В 2023 году в модели были сделаны два ключевых уточнения. Во-первых, был реализован переход к базовой инфляции и небазовым компонентам, заменивший разбивку на продовольственные и непродовольственные товары и услуги, за исключением ЖКУ. С учетом более чем 10-летнего развития экономики, а также ее адаптации к режиму таргетирования инфляции прежнее разделение на три категории стало менее релевантным для описания инфляционной динамики. Одновременно все более актуальным стало отделение устойчивой части инфляции, отражающей системный рост цен в экономике, от кратковременных колебаний, вызванных разовыми факторами на отдельных рынках. Одной из наиболее репрезентативных метрик устойчивой инфляции является показатель базовой инфляции, то есть инфляции, очищенной от влияния административных, сезонных или волатильных факторов. В модели кривая Филлипса специфицируется только для базовой инфляции. Небазовые компоненты инфляции включают плодоовощную продукцию,

<sup>1</sup> Подробнее см. в подразделе [«Прогнозирование и модельный аппарат»](#) раздела «Денежно-кредитная политика» на сайте Банка России.

<sup>2</sup> Данная версия модели была опубликована в работе Орлов А. [Квартальная прогнозная модель России](#). Март 2021 года.

<sup>3</sup> Настоящая модификация модели была опубликована во врезке «Адаптация Квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала» в [Докладе о денежно-кредитной политике. № 2 \(38\). Май 2022 года](#).

нефтепродукты, регулируемые услуги и прочие волатильные компоненты. Они моделируются отдельно на основе авторегрессий со сходимением к целевому уровню инфляции с включением отдельных дополнительных элементов и коррекцией на отклонение относительных цен.

Во-вторых, в модель был добавлен блок рынка труда, включающий переменные заработных плат и безработицы. Рынок труда – один из важнейших факторов ценовой динамики в любой экономике. Добавление этого блока в КПМ позволяет улучшить понимание основных взаимосвязей в российской экономике, включая соотношение совокупного спроса и предложения.

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

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

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

Занятость, уровень безработицы и реальная зарплата формируются в зависимости от объема спроса на труд со стороны фирм (с учетом жесткостей заработных плат и особенностей рынка труда России). В свою очередь инфляция формируется под действием реальных предельных издержек фирм – производителей отечественных товаров и фирм-импортеров и отражает баланс между спросом и предложением в экономике, в том числе на производственные факторы<sup>4</sup>.

Более подробная информация об обновлении КПМ, особенностях добавления блока рынка труда и основных изменениях в уравнениях представлена в исследовании [«Квартальная прогнозная модель России с рынком труда»](#).

Прогнозные расчеты, полученные на основе КПМ, Департамент денежно-кредитной политики представляет на совещаниях с руководством Банка России на неделе перед решением по ключевой ставке и на заседаниях Совета директоров Банка России. Чтобы повысить робастность прогнозных оценок, Департамент исследований и прогнозирования (ДИП) представляет альтернативные (независимые) прогнозные расчеты, сделанные на основе разработанных им моделей. Основная прогнозная модель ДИП также является одной из версий классической модели КПМ. В ней, помимо стандартных уравнений, используются два дополнительных блока: бюджетный и кредитный. Бюджетный блок позволяет оценивать и учитывать влияние изменения основных показателей государственных финансов, в том числе посредством моделирования бюджетного правила. Кредитный блок описывает кредитный импульс с учетом влияния программ льготного кредитования на динамику кредита. Чтобы расширить понимание ситуации в экономике, в совещаниях с руководством Банка России перед решением по ключевой ставке участвуют и руководители главных управлений Банка России. Они также представляют прогнозные расчеты для своих регионов. В 2024 году все главные управления завершили разработку собственных региональных структурных и/или полуструктурных моделей. Модели главных управлений построены на тех же принципах, что и модели для российской экономики в целом, но в них уделяется больше внимания региональной специфике и интерпретации федеральных тенденций. Как правило, в региональных моделях экономика страны моделируется как состоящая из конкретного региона и остальной России. Исследования о некоторых региональных моделях уже опубликованы на сайте Банка России<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Описание модели см. в приложении к [Докладу о денежно-кредитной политике. № 3 \(43\). Июль 2023 года](#).

<sup>5</sup> Модель для Волго-Вятского региона описана в работе [«Денежно-кредитная политика в экономике с региональной неоднородностью: подходы на основе агрегированной и региональной информации»](#), для Урала – [«DEMUR: региональная полуструктурная модель макрорегиона «Урал»](#), для Центрального федерального округа – [«Прогнозирование региональных показателей на основе квартальной прогнозной модели»](#), для Дальнего Востока – [«Полуструктурная модель экономики Дальневосточного макрорегиона»](#).

## РАЗДЕЛ 2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В КОНЦЕ 2023 ГОДА И В 2024 ГОДУ

**В условиях значительного перегрева в экономике инфляционное давление оставалось высоким. Денежно-кредитная политика была направлена на снижение инфляции и возвращение ее к цели**

*Начиная со второй половины 2023 года экономика значительно отклонилась вверх от траектории сбалансированного роста. Основным драйвером был внутренний спрос. Рост доходов населения и уверенные потребительские настроения вместе с высокими темпами роста кредита поддерживали сильную потребительскую активность. Инвестиционная активность была на исторически максимальных значениях. Однако возможности расширения предложения для удовлетворения растущего спроса были ограничены. Производственные мощности и трудовые ресурсы были задействованы почти полностью. Банк России продолжал ужесточение денежно-кредитной политики. Так, с августа по декабрь 2023 года ключевая ставка была повышена на 4 п.п., до 16,0% годовых. Как следствие, в начале 2024 года текущие темпы роста цен существенно снизились с осенних пиков. Большинство показателей устойчивой инфляции уменьшилось до 6–7% с.к.г. Однако, несмотря на ужесточение денежно-кредитных условий и усиление сберегательной активности, кредитование продолжало расти быстрыми темпами. Это было связано с ростом доли кредитов, слабочувствительных к изменению ключевой ставки, а также с ожиданием заемщиками ее скорого снижения при повышенных инфляционных ожиданиях. Кроме того, рост доходов и прибыли позволял заемщикам брать кредиты даже по высоким ставкам.*

*В первой половине 2024 года Банк России продолжал проводить жесткую денежно-кредитную политику, удерживая ключевую ставку на уровне 16,0% годовых. Но в II квартале 2024 года процесс дезинфляции остановился. Отклонение экономики от траектории сбалансированного роста не уменьшалось. Внутренний спрос оставался высоким, и возможности расширения предложения для его удовлетворения по-прежнему были ограничены. В III квартале инфляционное давление усилилось, в том числе в устойчивой части.*

*В октябре Банк России оценивал, что инфляция по итогам 2024 года составит 8,0–8,5%. Такое значительное отклонение от цели связано, во-первых, с большей инерцией инфляционных ожиданий из-за того, что инфляция уже более четырех лет превышает целевой уровень. Во-вторых, с дополнительным ростом бюджетных расходов, в том числе их влиянием на рост как розничного, так и корпоративного кредитования. В-третьих, на рост кредита повлияли и послабления в банковском регулировании, введенные для поддержки банков в 2022 году. Наконец, заемщики сочли, что снижение ставки, отраженное в прогнозе Банка России от 16 февраля 2024 года, будет происходить вне зависимости от динамики инфляции. В сочетании с их сомнениями в замедлении инфляции это дало меньшее ужесточение денежно-кредитных условий, чем Банк России рассчитывал достичь.*

*Динамика инфляции, инфляционных ожиданий, кредитования и внутреннего спроса, а также дополнительное увеличение бюджетных расходов в 2024 году, повышенная индексация тарифов и рост утилизационного сбора обуславливали необходимость дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики. В совокупности в июле – октябре Банк России повысил ключевую ставку на 5 п.п., до 21,0% годовых, и существенно скорректировал ее прогнозную траекторию вверх в 2025–2026 годах.*

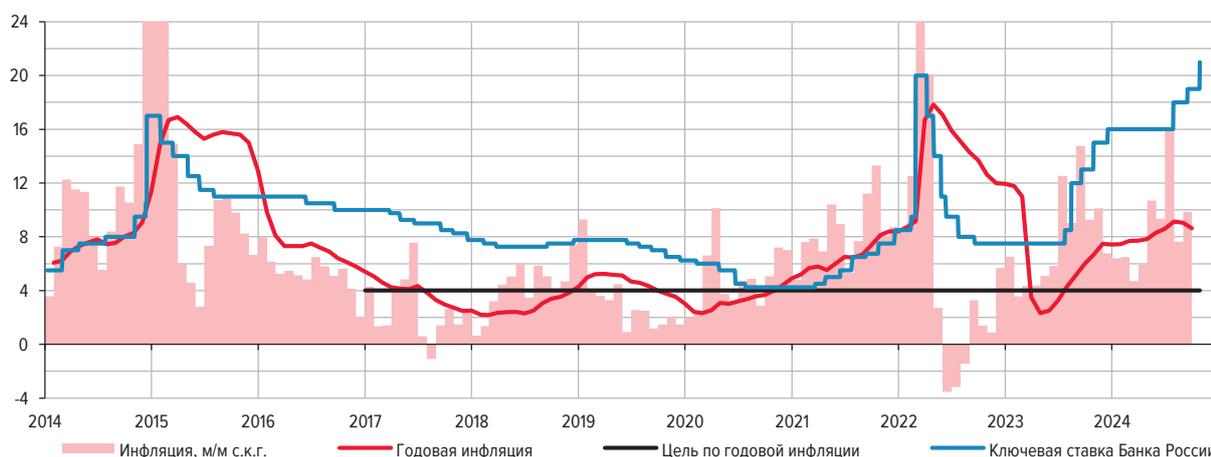
## В декабре 2023 года Банк России повысил ключевую ставку до 16,0% годовых

Годовая инфляция находилась на высоких уровнях. Показатель годовой инфляции составил 7,4% на конец 2023 года. Это значение близко к верхней границе прогнозного диапазона базового сценария [ОНЕГДКП 2024–2026](#), но выше цели<sup>1</sup>. В начале 2024 года ускорение годовой инфляции продолжилось с учетом низких значений начала прошлого года и повышенного текущего инфляционного давления. В январе – апреле годовая инфляция находилась в диапазоне 7,4–7,8%.

Текущее инфляционное давление оставалось высоким. В основном это было связано с сильной динамикой внутреннего спроса, которая превышала возможности расширения предложения. При этом под влиянием решений по денежно-кредитной политике текущая инфляция существенно замедлилась с пиковых значений осени 2023 года (в среднем 11,5% с.к.г.) уже в декабре (до 6,8% с.к.г.). Затем снижение продолжилось, но текущие темпы роста цен оставались заметно выше 4% – в среднем 5,9% с.к.г. в январе – апреле 2024 года.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И ИНФЛЯЦИЯ (%)

Рис. 1



Источники: Росстат, Банк России.

ОТДЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕКУЩЕЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Табл. 1

	I кв. 2023	II кв. 2023	III кв. 2023	IV кв. 2023	I кв. 2024	II кв. 2024	III кв. 2024
ИПЦ, %, квартал к кварталу с.к.г.	4,8	5,1	12,0	8,8	5,9	8,7	11,1
Базовый ИПЦ, %, квартал к кварталу с.к.г.	2,9	5,6	9,5	9,5	6,8	9,2	7,6
ВВП, % г/г	-1,6	5,1	5,7	4,9	5,4	4,1	–
Ключевая ставка, % годовых, на конец квартала	7,5	7,5	13,0	16,0	16,0	16,0	19,0
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>1</sup> , %, г/г	10,9	17,1	21,5	22,7	23,2	22,8	–
к организациям	11,3	17,1	21,2	22,6	23,3	22,6	–
к населению	10,0	17,2	22,3	23,0	23,0	23,3	–

<sup>1</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевого ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Подробнее см. в приложении 3 «Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки».

Одним из ключевых индикаторов сильной динамики внутреннего спроса были высокие темпы роста цен на услуги. Локальный пик ускорения пришелся на февраль (15,5% с.к.г.). Из-за роста спроса на туризм существенно дорожали санаторно-курортные услуги и поездки. Для расширения туристических кластеров и увеличения предложения таких услуг нужно время, поэтому повышение спроса привело к росту цен. Текущий рост цен на товары, напротив, значительно снизился. В первом полугодии 2024 года темпы роста цен на продовольственные и непродовольственные товары находились вблизи 4% с.к.г.

Большинство показателей устойчивой инфляции существенно снизились с осенних 10–12% с.к.г. до 6–7% в I квартале 2024 года<sup>2</sup>. При этом в базовом сценарии Банка России было заложено более быстрое замедление. Инерция устойчивой инфляции усиливалась повышенными инфляционными ожиданиями<sup>3</sup>.

Ожидания населения достигли локального пика в декабре 2023 года (14,2%), после чего несколько снизились, но оставались выше 11%. Ценовые ожидания бизнеса в начале года немного снизились, но оставались на высоком уровне – вблизи среднего значения за 2023 год. В апреле ценовые ожидания предприятий вновь выросли. В этот период компании также отметили увеличение издержек после 5 месяцев снижения. Прогнозы инфляции профессиональных аналитиков на 2024 год превышали цель Банка России с осени 2023 года и к маю выросли до 5,5%.

**Денежно-кредитные условия значительно ужесточились.** После повышения ключевой ставки во второй половине 2023 года и коммуникации Банка России о длительном периоде поддержания жестких денежно-кредитных условий участники рынка существенно пересмотрели траекторию ключевой ставки вверх. Доходности ОФЗ выросли на всех сроках. С декабря ставки на длинные сроки были ниже, чем на короткие, то есть кривая стала инвертированной. Это подтверждало жесткость денежно-кредитных условий, однако инверсия кривой несколько снизилась в II квартале 2024 года. Ставки по кредитам и депозитам существенно выросли. Особенно сильно отреагировали ставки по краткосрочным депозитам. В среднем за январь – апрель 2024 года они составили 14,5% годовых в сравнении с 7,6% в 2023 году.

Высокие ставки по депозитам способствовали стабильному притоку средств граждан на срочные депозиты. В этих условиях существенно выросла норма сбережения. В I квартале 2024 года, по данным Росстата, она достигла максимального значения для этого периода (4,6% без сезонной корректировки). При этом и кредитная активность граждан в целом оставалась высокой<sup>4</sup>. Некоторое охлаждение наблюдалось в рыночной ипотеке. Но общие темпы роста ипотечного портфеля были высокими. На это влияли большие объемы выдач льготных кредитов. Однако их темпы были ниже пиковых значений осени из-за изменения параметров государственных льготных программ с начала года. Существенного замедления в темпах роста необеспеченных потребительских кредитов по сравнению с осенью 2023 года не произошло. Значительный рост доходов и позитивные потребительские настроения способствовали наращиванию кредитования даже в условиях высоких ставок.

Корпоративное кредитование продолжало расти, но меньшими, чем в 2023 году, темпами. Этот сегмент отличался меньшей чувствительностью к росту процентных ставок по нескольким причинам. Значительная часть корпоративных кредитов выдавалась по плавающим ставкам, и компании могли охотнее привлекать их в ожидании скорого снижения ставок, ориентируясь

<sup>2</sup> Подробнее о различных показателях инфляции см. в приложении 2 [«Показатели инфляции, используемые Банком России»](#).

<sup>3</sup> Подробнее см. в приложении 5 [«Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса»](#).

<sup>4</sup> Для ограничения роста закредитованности граждан Банк России с 01.03.2024 повысил макропруденциальные надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам (см. [пресс-релиз Банка России от 27.12.2023](#)). Также Банк России с 01.07.2024 повысил макропруденциальные требования по необеспеченным потребительским кредитам и установил надбавки по автокредитам (см. [пресс-релиз Банка России от 26.04.2024](#)).

на прогнозную траекторию ключевой ставки Банка России. При этом их инфляционные ожидания сильно превышали инфляцию, отраженную в прогнозе. Часть корпоративных кредитов использовалась под уже начатые проекты, которые невыгодно останавливать. Еще одним фактором стала высокая прибыль и запас прочности для обслуживания долга. Наконец, на динамику кредитования повлияли ожидания бизнеса по сохранению высокого спроса на его продукцию, в том числе со стороны государства.

**Экономика продолжала расти быстрыми темпами.** Рост ВВП по итогам 2023 года оказался выше прогноза Банка России. Рост экономической активности в I квартале оставался высоким. В базовом сценарии с учетом роста сберегательной активности и охлаждения внутреннего спроса Банк России ожидал, что с II квартала экономика начнет переходить к более сбалансированным темпам роста, и это обеспечит процесс дезинфляции.

Основным драйвером экономики оставался внутренний спрос – и потребление, и инвестиции. Высокую потребительскую активность поддерживали существенный рост доходов населения, кредитование и уверенные потребительские настроения, индекс которых находился вблизи исторических максимумов. При этом в отдельных регионах отмечались признаки замедления роста потребительской активности.

Индикатор инвестиционной активности находился на исторических максимумах<sup>5</sup>. Предприятия активно производили товары инвестиционного назначения, увеличивался и инвестиционный импорт. Опережающий рост инвестиций также отчасти был связан с восстановлением потенциала экономики. Но главной причиной стал структурный рост инвестиционной активности. Экономика все больше ориентировалась на внутренний рынок. И в условиях предельной загрузки имеющихся мощностей компаниям было необходимо расширять возможности производства для удовлетворения растущего спроса. При дефиците трудовых ресурсов и их удорожании предприятия были заинтересованы в проектах по автоматизации производства и повышению его эффективности. Значительный рост прибыли давал компаниям возможность финансировать инвестиционные проекты даже при более дорогих кредитах. Существенный вклад в инвестиционную активность вносили проекты, связанные с государственным спросом, в том числе финансируемые за счет средств ФНБ (1,0 трлн рублей на нетто-основе в 2023 году). В целом бюджетная политика продолжала вносить значимый вклад в рост совокупного спроса. Расходы бюджета были выше предельного уровня, предусмотренного бюджетным правилом.

Все это обеспечивало высокую деловую активность. Индикатор бизнес-климата Банка России находился вблизи максимальных значений последних 12 лет. При сложившихся высоких темпах роста экономика задействовала почти все производственные мощности. Уровень их загрузки находился вблизи 80%. Возможности дальнейшего расширения производства товаров и услуг для удовлетворения повышенного спроса были ограничены, в том числе из-за сложностей с импортом необходимого оборудования.

Но ключевым ограничением оставалась ситуация на рынке труда. Его жесткость продолжала расти. Безработица обновляла исторические минимумы. По данным опросов предприятий, дефицит кадров увеличивался. Особенно напряженной была ситуация в обработке, в частности в металлургии, машиностроении, фармацевтике. Чтобы решить эти проблемы, компании поднимали зарплаты и расширяли географию поиска персонала. Они также были вынуждены наращивать интенсивность использования рабочей силы и все чаще прибегали к увеличению продолжительности рабочего дня и количества смен. В этих условиях зарплаты росли рекордными темпами. В I квартале 2024 года темп роста номинальной заработной платы в среднем составил 19,2%.

<sup>5</sup> Подробнее см. врезку 5 [«Мониторинг предприятий для целей денежно-кредитной политики»](#).

**Мировая экономика росла высокими темпами, но внешние условия для российской экономики оставались сложными.** Геополитическая напряженность, усиление санкционного давления и угроза вторичных санкций по-прежнему выступали ограничениями для внешней торговли. Импорт стал снижаться быстрее, что не вполне соотносилось с сильным внутренним спросом. Такая динамика могла быть обусловлена проблемами с платежами из-за санкций. Ограничительное влияние на импорт оказывала жесткая денежно-кредитная политика. Высокие ставки поддерживали спрос на рублевые сбережения. В совокупности с улучшением торгового баланса это привело к некоторому укреплению рубля<sup>6</sup>. Динамика экспорта в начале 2024 года несколько улучшилась. Из-за продления дополнительных ограничений ОПЕК+ и сохранения напряженности на Ближнем Востоке выросли цены на нефть. Вместе с увеличением спроса на фоне улучшения деловой активности в мире, хорошим урожаем зерновых и переориентацией поставок на азиатский рынок это оказало поддержку российскому экспорту.

Динамика мировых процентных ставок и фондовых рынков оказывала слабое влияние на ситуацию на внутреннем финансовом рынке. Это было связано с санкциями, которые ограничивали выход российских участников на международный рынок капитала, а также с сохраняющимися ограничениями на движение капитала<sup>7</sup>.

**Проинфляционные риски продолжали усиливаться.** В числе рисков для отклонения инфляции вверх от базового сценария на прогнозном горизонте Банк России отмечал еще более сильное отклонение темпов роста российской экономики вверх от сбалансированных, сохранение напряженности на рынке труда и отставание роста производительности труда от роста зарплат, закрепление инфляционных ожиданий на повышенном уровне и ухудшение условий внешней торговли, в том числе в части импорта оборудования для расширения производства. Дезинфляционные риски были выражены слабее. Прежде всего к ним относилось более быстрое, чем было заложено в базовом сценарии, замедление роста внутреннего спроса.

Важным фактором для динамики совокупного спроса, инфляции и денежно-кредитной политики оставались решения в области бюджетной политики. В базовом сценарии Банк России исходил из уже принятых решений Правительства Российской Федерации по среднесрочной траектории бюджетных расходов и срокам нормализации бюджетной политики с 2025 года. Банк России оценил, что влияние налоговой реформы<sup>8</sup> на инфляцию в целом будет нейтральным. Однако вторичные эффекты, связанные со структурой этих расходов и доходов, могут оказать как про-, так и дезинфляционное влияние. Банк России отмечал, что при принятии решений по ключевой ставке также будут учитываться общие объемы и сроки льготных программ кредитования. При сохранении масштабных программ охлаждения кредитной активности может идти меньшими темпами. Это замедлит процесс дезинфляции.

<sup>6</sup> Меры по обязательной репатриации и продаже на российском рынке валютной выручки отдельными экспортерами, принятые Указом Президента России «Об осуществлении обязательной продажи выручки в иностранной валюте, получаемой отдельными российскими экспортерами по внешнеторговым договорам (контрактам)», по оценке Банка России, имеют ограниченное влияние на курс рубля. В долгосрочном периоде он определяется фундаментальными факторами, в том числе ужесточением денежно-кредитной политики и динамикой торгового баланса (соотношением внешнего спроса на экспорт и внутреннего спроса на импорт). При этом обязательная продажа валютной выручки, по мнению Банка России, создает дополнительные издержки и сложности для компаний при оплате импортных операций.

<sup>7</sup> В связи с действующими санкциями Банк России сохраняет ограничения на покупку иностранной валюты на российском рынке для нерезидентов из недружественных стран, ограничения на снятие наличной иностранной валюты и на ее переводы за рубеж. Кроме того, продолжают действовать меры по обязательной продаже валютной выручки. Подробнее см. раздел [«Меры защиты финансового рынка»](#) сайта Банка России и [Доклад об антикризисных мерах Банка России](#).

<sup>8</sup> Изменения в налоговой системе приняты Федеральным законом от 12.07.2024 № 176-ФЗ.

**Банк России продолжал придерживаться жесткой денежно-кредитной политики.** В условиях сильного внутреннего спроса, который опережал возможности расширения предложения, и высокого текущего инфляционного давления, Банк России в декабре 2023 года повысил ключевую ставку на 1 п.п., до 16,0% годовых, и удерживал ее на этом уровне до июльского заседания Совета директоров. Вместе с тем вплоть до апреля – мая участники рынка ожидали скорого снижения ключевой ставки. В эти ожидания было заложено более быстрое замедление инфляции. Но к июню вероятность реализации проинфляционных рисков выросла. Фактическая динамика инфляции и повышенные инфляционные ожидания, которые прекратили снижаться, показывали, что произошедшего ужесточения денежно-кредитных условий было недостаточно, чтобы обеспечить необходимую скорость дезинфляции. В этих условиях Банк России существенно ужесточил сигнал, допуская возможность повышения ключевой ставки на заседании в июле.

## **В июле – октябре 2024 года Банк России ужесточал денежно-кредитную политику. В совокупности ключевая ставка была повышена на 5 п.п., до 21,0% годовых**

**Ценовое давление было высоким.** Текущий рост цен с поправкой на сезонность в II квартале ускорился до 8,6% после 5,9% в предыдущем квартале. В III квартале ускорение продолжилось – до 11,1%. Повышенная динамика инфляции была связана как с устойчивыми факторами, так и с разовыми. Большинство показателей устойчивой инфляции в весенние и летние месяцы находились в диапазоне 6,0–8,0%. В сентябре они увеличились – в частности, базовая инфляция превысила 9% с.к.г. Среди значимых разовых факторов роста цен в II–III кварталах отмечались индексация тарифов связи и ЖКХ, повышение цен на автомобили, в том числе из-за увеличения утилизационного сбора, смещение сезонности в плодоовощной продукции, снижение урожая.

**Инфляционные ожидания продолжали расти.** Ожидания населения перешли к росту с мая 2024 года и в октябре достигли максимума с начала года, во многом реагируя на текущую высокую инфляцию. Ценовые ожидания бизнеса увеличивались с апреля. Они оставались выше средних значений за 2023 год и значительно выше, чем в 2017–2019 годах, когда инфляция была вблизи цели. Аналитики в июле повысили медианный прогноз инфляции на 2025 год до 4,5%. К октябрю он вырос до 5,3%. Сохранение высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий создавало дополнительные препятствия для замедления инфляции.

**Денежно-кредитные условия ужесточались.** После коммуникации Банка России в июне – сентябре и повышения ключевой ставки участники рынка еще сильнее сдвинули ожидания по ее траектории вверх. Доходности ОФЗ существенно выросли, особенно на коротких и средних сроках. Кривая стала более инвертированной. Ставки по кредитам и депозитам также продолжали расти. Благодаря высоким ставкам граждане активно сберегали. Несмотря на произошедший рост рыночных ставок по кредитам, этого оказалось недостаточно для замедления общей кредитной активности. Она оставалась высокой, однако в отдельных сегментах наблюдалось замедление под влиянием ужесточения денежно-кредитной политики. На розничное кредитование также повлияли завершение безадресной программы льготной ипотеки, изменение параметров других льготных программ и эффекты от макропруденциальных мер. Рост корпоративного кредитования оставался высоким из-за значимого вклада менее чувствительных к рыночным ставкам операций. Для того чтобы темпы роста кредитования вернулись к более сбалансированным, а норма сбережения увеличилась еще сильнее, требовалось дополнительное ужесточение денежно-кредитных условий.

**Масштаб отклонения экономики вверх от траектории сбалансированного роста оставался значительным.** При этом рост экономики несколько замедлился по сравнению с первым полугодием. В основном это было связано с увеличением ограничений на стороне предложения – высокой загрузкой мощностей и ситуацией на рынке труда. Опросы предприятий, проводимые Банком России, указывали на рекордный дефицит кадров. Безработица продолжала снижаться (до 2,5% с сезонной корректировкой в августе). Темп роста номинальной заработной платы в II квартале несколько замедлился в сравнении с I кварталом. Однако он оставался высоким (в среднем 17,0% в апреле – июле) и по-прежнему опережал рост производительности труда.

Потребительская активность также несколько замедлилась, но оставалась высокой. Ее поддерживали существенный рост доходов населения и уверенные потребительские настроения. На инвестиционный спрос продолжали влиять бюджетные стимулы, высокие прибыли компаний и их позитивные ожидания по будущему спросу.

В октябре Банк России прогнозировал, что российская экономика вырастет на 3,5–4,0% в 2024 году и вернется к сбалансированным темпам к концу прогнозного горизонта.

**Рост мировой экономики замедлялся. Санкционное давление продолжало усиливаться.** По опросам компаний, сохранялись проблемы с трансграничными платежами и логистикой. Это сдерживало динамику импорта наряду с жесткой денежно-кредитной политикой в II квартале. В III квартале импорт вырос. Это отчасти было связано с ускоренным импортом легковых автомобилей перед повышением утилизационного сбора. При этом стоимостные объемы экспорта в II–III кварталах оставались стабильными. Такая динамика экспорта и импорта отразилась на курсе рубля.

**Проинфляционные риски преобладали.** Основными из них оставались сохранение отклонения российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста, высоких инфляционных ожиданий, ухудшение условий внешней торговли. Дезинфляционные риски связаны с более быстрым замедлением роста внутреннего спроса или бóльшим увеличением потенциала экономики и производительности труда, чем предполагает базовый сценарий.

**Для возвращения инфляции к цели и снижения инфляционных ожиданий требовались существенно более жесткие денежно-кредитные условия, чем предполагалось в первом полугодии 2024 года.** В совокупности в июле – октябре Банк России повысил ключевую ставку на 5 п.п., до 21,0% годовых. Это было обусловлено ростом инфляции и инфляционных ожиданий, ускоренным ростом кредитования, сохранением ограничений на стороне предложения при высоком спросе, а также дополнительным увеличением бюджетных расходов в 2024 году, повышенной индексацией тарифов и ростом утилизационного сбора. Банк России также существенно скорректировал вверх прогнозную траекторию ключевой ставки. Октябрьский прогноз предполагает, что средняя ключевая ставка будет находиться в диапазоне 17,0–20,0% годовых в 2025 году, 12,0–13,0% годовых в 2026 году и вернется к нейтральному уровню<sup>9</sup> 7,5–8,5% годовых в 2027 году. По прогнозу Банка России, годовая инфляция в 2024 году составит 8,0–8,5%. Жесткая денежно-кредитная политика обеспечит ее замедление до 4,5–5,0% в следующем году и возвращение к 4% в 2026 году.

<sup>9</sup> Подробнее см. в приложении 7 [«Нейтральная процентная ставка и ее оценка»](#).

#### ВРЕЗКА 4. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ В РЕГИОНАХ

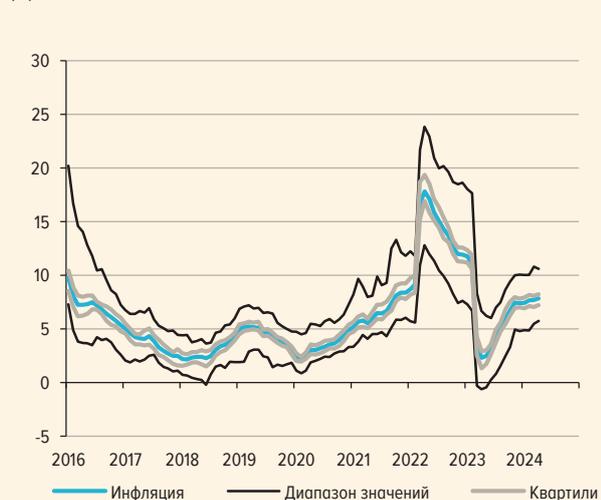
**Инфляция в регионах может различаться, но при замедлении инфляции в России в целом снижается и разброс региональной инфляции. Денежно-кредитная политика Банка России носит общероссийский характер, цель по инфляции одинакова для всех регионов**

Банк России проводит единую для всех регионов денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции. Цель по инфляции в России в целом – вблизи 4% в год. При этом вне зависимости от того, что инфляция в отдельных регионах может быть как немного выше, так и немного ниже этого значения, стабильно низкая инфляция в России транслируется в стабильно низкую инфляцию в каждом регионе.

На истории разброс приростов стоимости потребительской корзины в разных регионах ниже, чем разброс приростов цен на отдельные товары и услуги в среднем по России. При этом периодам со стабильно низкой инфляцией соответствует более низкий разброс приростов цен как по регионам, так и по товарам (рис. 3.1 и 3.2). Это значит, что таргетирование инфляции помогает не только снизить темпы роста цен, но и уменьшить их разнородность как в региональном, так и в товарном разрезе. Например, в период 2016–2019 годов, когда средняя инфляция была вблизи 4%, стандартное отклонение показателей региональной инфляции находилось в диапазоне от 0,5 до 0,8%. А в 2021 году, когда перегрев экономики сопровождался перебоями в поставках и нехваткой полупроводников, стандартное отклонение региональной инфляции возросло до 1,1%. В 2022 году произошли резкие изменения в экономиках отдельных регионов, связанные с санкциями и уходом из России отдельных компаний и последовавшей адаптацией бизнеса к новым условиям. Как следствие, стандартное отклонение региональной инфляции в апреле 2023 года было высоким (1,4%). Постепенно из-за сходимости экономических процессов, а также преобладания общих для всех регионов проинфляционных факторов стандартное отклонение региональной инфляции вернулось к 0,8%.

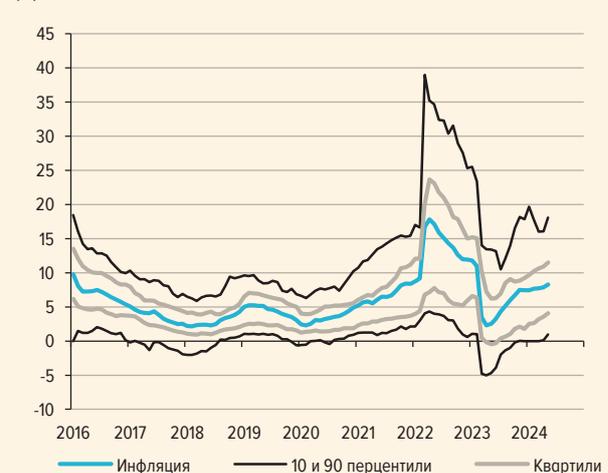
Отклонение региональной инфляции от средней по России по построению имеет два компонента. Первый – разные структуры потребительской корзины в различных регионах. Например, в регионах с более высокими доходами выше доля услуг в расходах, а в регионах с низкими доходами – доля продовольствия. Также на потребительскую корзину могут влиять предпочтения, связанные с географическими или культурными особенностями отдельных регионов. Например, на Дальнем Востоке поддержанные иномарки популярнее новых, а на Северном Кавказе самый популярный вид мяса – баранина. Второй компонент – различия в ценовой динамике одинаковых товаров в разных регионах. Обычно они связаны с ограниченной мобильностью товаров и услуг в масштабах всей страны и различиями в региональном предложении. Например, предложение овощей в сельхозрегионах определяется преимущественно их производителями, а в отдаленных регионах – издержками на транспортировку.

РАЗБРОС ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ В РЕГИОНАХ *Рис. 3.1*



Источник: Банк России.

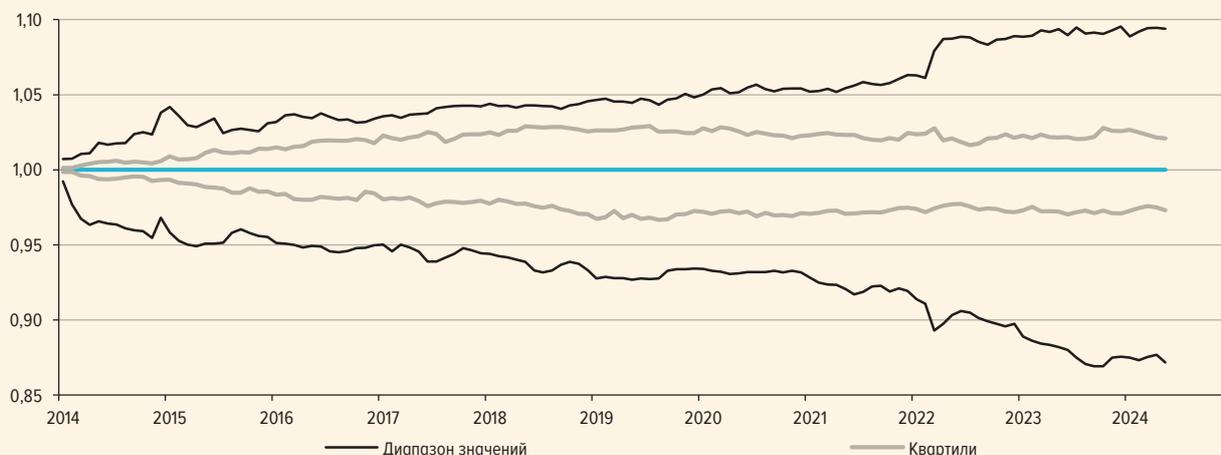
РАЗБРОС ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН НА ОТДЕЛЬНЫЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ *Рис. 3.2*



Источник: Банк России.

РАЗБРОС ОТНОСИТЕЛЬНЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН, ДЕКАБРЬ 2013 = 1

Рис. 3.3



Источник: Банк России.

Ценам в регионах свойственна сходимість уровней. В большинстве случаев относительно более высокий и низкий темпы роста цен чередуются во времени. Для накопленных приростов цен это означает, что уровень цен в регионе по отношению к уровню по России систематически не растет и не снижается. Как следствие, относительные цены в большинстве регионов находятся в каком-то постоянном интервале. Например, для индексов относительных цен (рис. 3.3) квантили распределения не выходят за пределы интервала от 0,96 до 1,03, то есть для половины регионов накопленный прирост цен не отклоняется от общероссийского более чем на 4%. В последние 3 года годовая инфляция в целом по России изменялась в очень широком диапазоне – от 2,3 до 17,8%. На нее влияло большое число различных факторов, действие которых на региональном уровне было неравномерным. Например, в 2022 году экономическая активность в регионах сильно различалась. К началу 2024 года оценки экономической активности снижались из-за перегрева экономики во всех регионах<sup>1</sup>. Так, средняя инфляция за последние 3 года (с мая 2021 года по апрель 2024 года) имеет меньшую дисперсию по регионам, чем в каждый из годов по отдельности. Это связано с мобильностью товарных ресурсов и труда, которая сближает степень перегрева экономик регионов в среднесрочной перспективе.

Банк России ежемесячно публикует на сайте [информационно-аналитические материалы об инфляции в регионах](#). В них подробно анализируется влияние специфичных для региона и общестрановых факторов на региональную инфляцию.

<sup>1</sup> Подробнее об экономической активности в регионах см. в докладе [«Региональная экономика: комментарии ГУ»](#).

## ВРЕЗКА 5. МОНИТОРИНГ ПРЕДПРИЯТИЙ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

### Банк России использует результаты мониторинга предприятий как опережающие индикаторы экономической ситуации при подготовке решений по денежно-кредитной политике, в том числе в прогнозных моделях

В 2024 году Банк России продолжал при подготовке решений по денежно-кредитной политике активно использовать результаты мониторинга предприятий (регулярных опросов более 15 тыс. предприятий промышленности, строительства, транспортировки и хранения, сельского хозяйства, торговли, услуг) и оперативных опросов, в которых участвует около 1300 компаний. Одним из важных индикаторов, с учетом которого Банк России формирует представление о дальнейшей траектории экономического развития, является сводный индикатор бизнес-климата (ИБК) Банка России. Это опережающий индикатор деловой активности – он содержит оценки предприятий по изменению производства и спроса как текущего, так и ожидаемого. Динамика сводного ИБК, как правило, коррелирует с динамикой валового внутреннего продукта (ВВП).

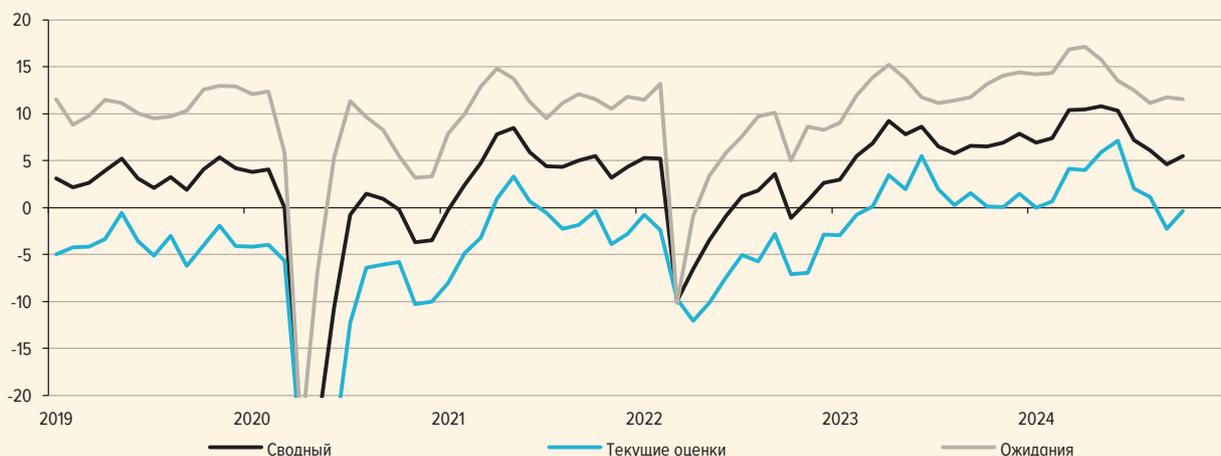
В 2024 году изменение сводного ИБК свидетельствовало о продолжающемся росте деловой активности. При этом в марте – июне его значения оставались вблизи максимумов за последние 12 лет (рис. 4.1). В октябре 2024 года рост деловой активности вновь усилился после отмеченного в июле – сентябре замедления. Среди основных факторов, сдерживающих рост деловой активности, респонденты по-прежнему отмечали нехватку рабочей силы, а также проблемы с платежами при расчетах с иностранными контрагентами. Драйверами роста экономики России в 2024 году, наряду с торговлей, как и в 2023 году, остаются обрабатывающие производства. В связи с переориентацией на внутренний рынок и интенсификацией процесса импортозамещения спрос на продукцию этого вида деятельности продолжает расти. В частности, оценки текущего спроса в обрабатывающих производствах, производящих инвестиционные товары в 2024 году, находятся вблизи максимумов с 2017 года.

Вместе с тем краткосрочные ожидания компаний после их уверенного роста с сентября 2023 года в мае – августе 2024 года в целом по экономике были более сдержанными, чем в апреле. В сентябре – октябре краткосрочные ожидания по спросу и выпуску улучшились.

Проблема дефицита кадров усиливалась в 2024 году и наиболее остро ощущалась предприятиями обрабатывающих отраслей, выпускающими продукцию инвестиционного и потребительского назначения (рис. 4.2). Обеспеченность кадрами в III квартале 2024 года снизилась до минимума за всю историю наблюдений (-33,6 п.). Принимаемые бизнесом меры по решению проблемы дефицита кадров (повышение заработных плат) продолжали оказывать дополнительное проинфляционное давление. Одновременно модернизируется имеющееся оборудование или приобретается новое для повышения производительности, а также идет работа над повышением эффективности организации производства.

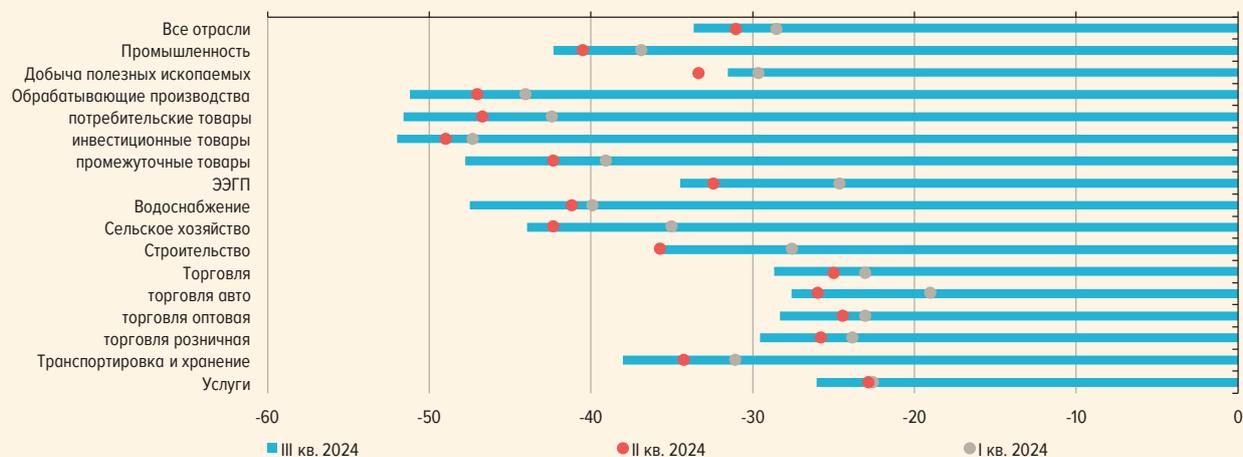
ИНДИКАТОР БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ  
(п., с.к.)

Рис. 4.1



Источник: Банк России.

ОЦЕНКИ ОБЕСПЕЧЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ РАБОТНИКАМИ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (БАЛАНС ОТВЕТОВ, П.) Рис. 4.2



Источник: Банк России.

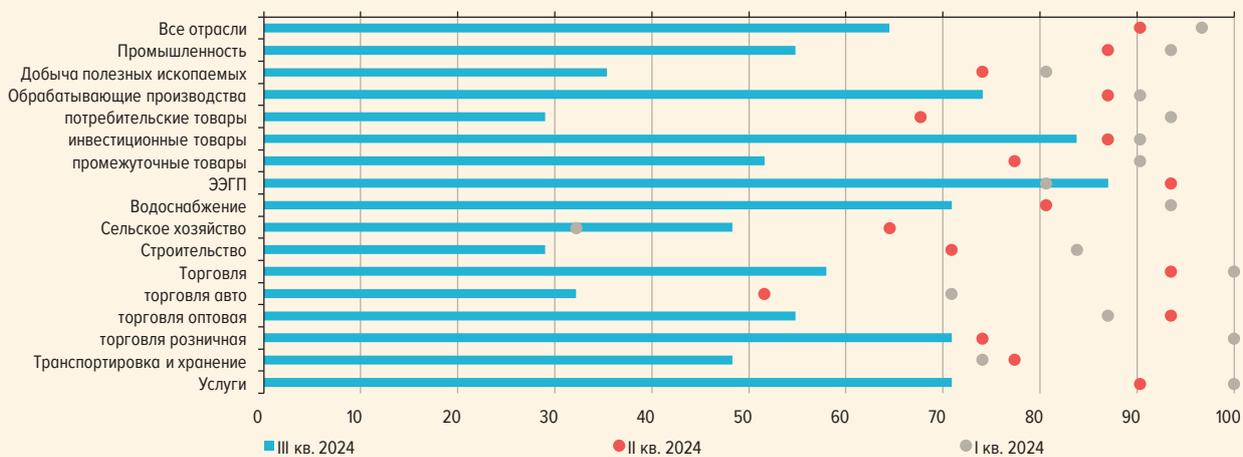
Банк России при принятии решений по денежно-кредитной политике также уделяет особое внимание ежеквартальным оценкам текущей и ожидаемой в ближайшие 3 месяца инвестиционной активности, а также загрузке мощностей. Эти данные дополняют предположения о будущей траектории развития экономики, которые формируются на основе ежемесячных значений ИБК.

Инвестиционная активность компаний в I–III кварталах 2024 года продолжала расширяться при некотором ослаблении интенсивности роста. Оценки инвестиционной активности сложились ниже средних значений за 2023 год (рис. 4.3).

Загрузка производственных мощностей в III квартале 2024 года составила 80,4%, оставаясь вблизи средних значений 2023 года (рис. 4.4).

При принятии решений по денежно-кредитной политике регулятор также отслеживает ценовые ожидания бизнеса. Этот показатель рассчитывается ежемесячно на основе ответов руководителей предприятий на вопрос конъюнктурной анкеты «Как изменятся в следующие 3 месяца цены на готовую продукцию (услуги) предприятия?» (варианты ответов: «увеличатся», «не изменятся», «уменьшатся»). Ценовые ожидания предприятий являются важным показателем реакции бизнеса на проводимую

ОЦЕНКИ ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (В ПЕРЦЕНТИЛЯХ ОТНОСИТЕЛЬНО РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ЗНАЧЕНИЙ С 2017 ГОДА) Рис. 4.3

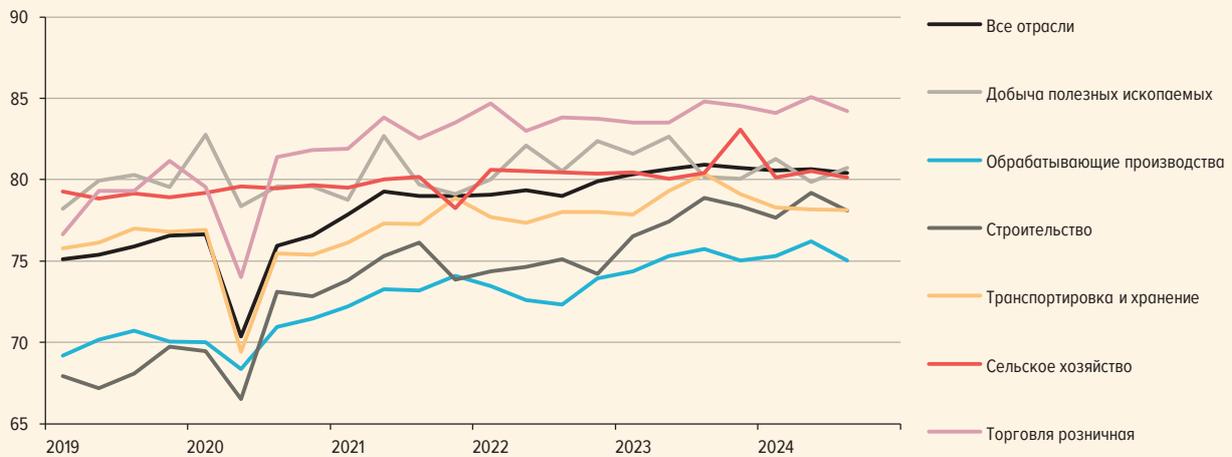


Примечание. На графике 4.3 отображены перцентили за текущий и два предыдущих квартала в распределении, наблюдаемом с I квартала 2017 года по II квартал 2024 года. Сдвиг показателя влево относительно предыдущей даты означает более низкие значения показателя, вправо – более высокие.

Источник: Банк России.

### УРОВЕНЬ ЗАГРУЗКИ МОЩНОСТЕЙ (%, С.К.)

Рис. 4.4



Источник: Банк России.

денежно-кредитную политику и могут быть использованы как один из индикаторов будущей траектории инфляции, особенно в торговле<sup>1</sup>.

Большой набор опросных данных, накопленный за достаточно продолжительный период времени, дает возможность Банку России проводить разносторонние исследования и расширять направления использования данных мониторинга. Результаты проведенных территориальными учреждениями Банка России во второй половине 2023 – начале 2024 года исследований свидетельствовали, что данные мониторинга в том числе содержат опережающие индикаторы о выпуске и инфляции, а также позволяют улучшить точность краткосрочных прогнозов. Прогнозы с использованием результатов мониторинга предприятий зачастую оказываются точнее, чем прогнозы прочих моделей. Данные мониторинга предприятий используются как альтернатива при оценке разрыва выпуска и потенциала.

<sup>1</sup> Подробнее о динамике ценовых ожиданий предприятий см. в приложении 5 [«Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса»](#).

## ВРЕЗКА 6. ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

### **Полное зеркалирование всех операций со средствами ФНБ, в том числе в рамках бюджетного правила, сглаживает влияние волатильности мировых цен на российскую экономику и ограничивает волатильность курса рубля**

После введения беспрецедентных внешних санкционных ограничений и блокировки части международных резервов в феврале – марте 2022 года Правительство Российской Федерации приостановило действие бюджетного правила. Банк России прекратил проведение операций на валютном рынке в рамках бюджетного правила еще раньше – в конце января 2022 года. С 2023 года Минфин России вернулся к функционированию бюджетного правила с накоплением дополнительных нефтегазовых доходов (НГД) в Фонде национального благосостояния (ФНБ) при благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре и использованием средств фонда в размере выпадающих НГД при негативной конъюнктуре<sup>1</sup>.

Банк России начал зеркалировать эти операции на внутреннем валютном рынке в паре юань/рубль (инструмент CNYRUB\_TOM на Московской Бирже)<sup>2</sup>. Под зеркалированием понимаются операции Банка России по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, которые он совершает в связи с пополнением или использованием Минфином России<sup>3</sup> средств ФНБ в иностранной валюте, в том числе в рамках механизма бюджетного правила. Зеркалирование операций в рамках бюджетного правила позволяет сгладить влияние волатильности цен на мировых сырьевых рынках на курс рубля и экономику России. Объем покупок/продаж иностранной валюты, который ежемесячно анонсируется Минфином России на третий рабочий день, равномерно реализуется Банком России в течение каждого месяца. В августе 2023 года в условиях усиления волатильности на валютном рынке Банк России временно приостановил покупки валюты до конца года с обязательством исполнения отложенных покупок по аналогии с подобной приостановкой во второй половине 2018 года.

Во втором полугодии 2023 года Банк России приступил к **регулярному зеркалированию операций инвестирования средств ФНБ в разрешенные финансовые активы внутри страны в рублях**. Ранее Банк России не зеркалировал эти операции на регулярной основе. Исключением стали две разовые операции по вложению средств ФНБ в торгуемые акции ПАО Сбербанк и ПАО «Аэрофлот» в 2020 году. В сентябре 2023 года, чтобы снизить риски для финансовой стабильности и волатильности на финансовых рынках, Банк России изменил тайминг продаж валюты в рамках зеркалирования инвестиций ФНБ с их ускорением в период погашения российских еврооблигаций<sup>4</sup>.

С 2024 года Банк России начал **зеркалировать разовые операции расходования ФНБ для покрытия дефицита бюджета вне бюджетного правила**<sup>5</sup>. Ранее Банк России не зеркалировал эти разовые операции дополнительного антикризисного использования средств суверенных фондов (например, по итогам 2015–2018 и 2022 годов).

Таким образом, в 2024 году Банк России перешел к **полному зеркалированию всех операций, связанных с формированием и использованием средств ФНБ**<sup>6</sup>. Это позволяет эффективно сглаживать чрезмерную волатильность курсовой динамики, избегать возникновения рисков для финансовой стабильности при чрезмерном ослаблении/укреплении рубля. Если исторически средства ликвидной (валютной) части ФНБ были сформированы прямыми покупками валюты на рынке, то и все оттоки средств из этой части ФНБ (в том числе в рамках инвестирования внутри экономики России и покрытия дефицита бюджета

<sup>1</sup> [Пресс-релиз Минфина России от 11.01.2023](#) «О проведении операций на внутреннем валютном рынке в связи с формированием дополнительных/выпадающих нефтегазовых доходов федерального бюджета».

<sup>2</sup> [Комментарий Банка России от 11.01.2023](#) по операциям на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила.

<sup>3</sup> При пополнении или использовании средств ФНБ в иностранной валюте Минфин России проводит с Банком России прямые конверсионные операции по покупке или продаже иностранной валюты, в результате чего изменяются остатки на рублевых и валютных счетах расширенного правительства в Банке России (на пассивной стороне баланса Банка России). После того, как Банк России напрямую приобрел у Минфина России или продал ему иностранную валюту, Банк России совершает «зеркальные» операции на внутреннем валютном рынке – в том же объеме, но в другом направлении.

<sup>4</sup> [Комментарий Банка России от 06.09.2023](#) по операциям на валютном рынке.

<sup>5</sup> [Комментарий Банка России от 27.11.2023](#) по операциям со средствами ФНБ на валютном рынке в 2024 году.

<sup>6</sup> [Комментарий Банка России от 28.12.2023](#) по операциям со средствами ФНБ на валютном рынке в 2024 году.

### ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ НА ВНУТРЕННЕМ ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ В СВЯЗИ С ФОРМИРОВАНИЕМ И ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ФНБ В 2017–2024 ГОДАХ (МЛРД РУБ.)

Рис. 5.1



Источники: Минфин России, Банк России, расчеты Банка России.

вне бюджетного правила) должны сопровождаться соответствующими продажами на рынке, способствуя установлению справедливого рыночного курса рубля.

Зеркалирование операций Минфина России со средствами ФНБ нейтрализует эффект этих операций для ликвидности банковского сектора. В 2022–2024 годах операции расходования средств ФНБ вне бюджетного правила и инвестирования внутри экономики России стали достаточно масштабными (суммарно около 10 трлн рублей за 3 года). Они обеспечивали серьезный вклад в рост рублевой денежной массы и баланса ликвидности банковского сектора. Переход с 2024 года к полному зеркаливанию всех бюджетных операций Минфина России со средствами ФНБ снижает их долгосрочное влияние на ликвидность банковского сектора. При этом сохранение лага в зеркаливании части операций (полгода для инвестирования средств ФНБ и год для операций сверх бюджетного правила) на коротком горизонте приводит к временным притокам и оттокам средств из банков<sup>7</sup>.

Кроме того, в периоды высокой волатильности на финансовых рынках в целях снижения рисков для финансовой стабильности Банк России корректировал тайминг осуществляемых операций (посредством приостановки и переноса на последующий период и/или интенсификации/замедления относительно равномерного распределения по дням). Общий заявленный объем зеркаливания этих операций при этом не меняется.

<sup>7</sup> См. раздел 4 «Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2024 году и 2025–2027 годах».

## РАЗДЕЛ 3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2024 ГОДУ И 2025–2027 ГОДАХ

**Банк России рассмотрел три альтернативных прогнозных сценария в дополнение к базовому. В любом из сценариев денежно-кредитная политика будет направлена на достижение инфляции вблизи 4%**

В 2023–2024 годах российская экономика активно восстанавливалась и адаптировалась к внешним ограничениям, в том числе благодаря мерам, принятым Правительством Российской Федерации и Банком России. Внешнеторговые отношения с дружественными странами развивались в условиях санкций и сохраняющихся проблем с расчетно-платежными операциями. Внутренний спрос – как потребительский, так и инвестиционный – активно рос и превысил производственные возможности российской экономики, что сформировало серьезные вызовы для ценовой стабильности. Прогнозы не предполагали таких высоких темпов роста экономики в 2023–2024 годах.

В ОНЕГДКП 2024–2026 были представлены базовый и два альтернативных сценария развития экономики на среднесрочном горизонте. Во всех перечисленных сценариях предполагался рост экономики в 2023 году на 2,2–2,7%, а динамика инфляции ожидалась на уровне 7,0–7,5%. Рост экономики оказался выше и составил 3,6%, а фактический уровень инфляции сложился на уровне 7,4%. Фактическая средняя цена на нефть марки Brent оказалась на уровне, близком к прогнозному, составив 82 доллара США за баррель (прогноз – 83 доллара США за баррель). Ускорение роста российской экономики в 2023–2024 годах в том числе было связано с значимым бюджетным стимулом. В этот период произошло смягчение бюджетного правила из-за повышения цены отсека по нефти до 60 долларов США за баррель, используемой для расчета базовых нефтегазовых доходов, направляемых на финансирование расходов бюджета. В итоге превышение темпов роста ВВП над базовым прогнозом ОНЕГДКП 2024–2026 было обусловлено более высоким, чем ожидалось, совокупным внутренним спросом. При этом на протяжении 2023–2024 года рост внутреннего спроса все больше опережал возможности расширения предложения. Результатом этого стало повышенное инфляционное давление в экономике. Его усиливали и растущие инфляционные ожидания населения и бизнеса. Вклад в отклонение инфляции вверх от целевого уровня в этот период внесло как значимое расширение расходов бюджета, стимулировавших спрос, так и недостаточная жесткость денежно-кредитной политики с учетом фактически сформировавшегося избыточного спроса. Дополнительным проинфляционным фактором стали более высокие, чем предусматривал базовый сценарий, издержки производителей<sup>1</sup>.

**Банк России подготовил базовый и три альтернативных сценария, отличающихся в предпосылках по внутренним и внешним условиям**

Базовый сценарий Банка России утвержден Советом директоров 25 октября 2024 года. Он предполагает, что мировая экономика продолжит развиваться в рамках текущих трендов. С учетом сохраняющейся устойчивости мировой экономики к высоким процентным ставкам, не ожидается значимого замедления ее роста, что поддержит спрос на российский экспорт. В то же время сохранение санкционных ограничений будет несколько сдерживать рост экспорта и импорта и увеличивать транзакционные издержки.

<sup>1</sup> Подробнее см. в приложении 3 [«Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки»](#).

## СЦЕНАРНЫЕ ВАРИАНТЫ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Рис. 3.1

		Спрос		
		Ниже	Базовый	Выше
Предложение/потенциал	Выше		<b>«Дезинфляционный (Выше потенциал)»</b> Изменения к базовому: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Существенное расширение предложения за счет роста инвестиций и совокупной факторной производительности</li> </ul>	
	Базовый		<b>Базовый</b>	<b>«Проинфляционный (Выше спрос)»</b> Изменения к базовому: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Существенно выше внутренний спрос</li> <li>• Более высокая доля расходов бюджета на льготные программы</li> <li>• Меры протекционистского характера</li> </ul>
	Ниже	<b>«Рисковый (Глобальный кризис)»</b> Изменения к базовому: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Финансовый кризис</li> <li>• Усиление процессов деглобализации</li> <li>• Усиление санкций</li> </ul>		

Источник: Банк России.

Базовый сценарий наиболее вероятен, однако не предопределен. Его реализация зависит не только от процессов внутри страны, но и от внешних условий, которые остаются сложными.

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

С другой стороны, пока остаются нерешенными и проблемы, накопленные за время постпандемического восстановления. Инфляция в мире продолжает снижаться, но остается все еще выше целевых уровней в большинстве экономик. Более медленное по сравнению с ожиданиями возвращение инфляции к целевому уровню в странах с развитой экономикой говорит о том, что неопределенность относительно будущей траектории ставок, а также времени, которое необходимо для полного проявления всех эффектов на экономику и финансовую систему, сохраняется, а значит, развитие масштабного финансового кризиса нельзя исключить.

Трансформацию проходит и российская экономика, продолжая адаптироваться к изменению внешних условий. Это усиливает неопределенность относительно того, в какой мере и с какой скоростью осуществленные меры государственной поддержки отразятся в росте потенциала российской экономики, расширяя возможности наращивания предложения товаров и услуг, и в какой мере – в динамике текущей потребительской активности и потребительских настроений.

Банк России, помимо базового сценария, подготовил альтернативные макроэкономические сценарии развития российской экономики на среднесрочном горизонте – в зависимости от композиции и интенсивности шоков, с которыми она может столкнуться.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ

Табл. 3.1

	2022	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)	2027 (П)
<b>ВВП, мир, %, г/г</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,5	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0
Рисковый («Глобальный кризис»)				0,2	1,2	2,8
<b>ВВП, США, %, г/г</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	2,5	2,9	2,8	2,4	2,0	1,9
Рисковый («Глобальный кризис»)				-2,0	0,5	2,9
<b>ВВП, еврозона, %, г/г</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,4	0,5	0,5	1,2	1,5	1,5
Рисковый («Глобальный кризис»)				-1,9	-0,8	1,0
<b>ВВП, Китай, %, г/г</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,0	5,2	4,9	4,9	5,1	4,9
Рисковый («Глобальный кризис»)				2,8	2,9	4,1
<b>Инфляция в США<sup>1</sup>, %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	5,0	3,0	2,7	2,3	2,2	2,2
Рисковый («Глобальный кризис»)				1,9	1,5	1,5
<b>Инфляция в еврозоне<sup>2</sup>, %, декабрь к декабрю предыдущего года</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	5,2	3,4	2,9	2,0	1,9	1,9
Рисковый («Глобальный кризис»)				2,2	0,4	0,6
<b>Ставка ФРС США<sup>3</sup>, %, средняя за IV квартал соответствующего года</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	3,7	5,3	4,6	3,4	3,4	3,6
Рисковый («Глобальный кризис»)				1,2	0,2	0,4
<b>Ставка ЕЦБ<sup>4</sup>, %, средняя за IV квартал соответствующего года</b>						
Базовый / Дезинфляционный / Проинфляционный	1,3	4,0	3,3	2,4	2,2	2,2
Рисковый («Глобальный кризис»)				-0,2	-0,6	-0,4

<sup>1</sup> Базовая инфляция (Core PCE) в США.

<sup>2</sup> Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

<sup>3</sup> Ставка ФРС США (Fed Funds Effective Rate), верхняя граница.

<sup>4</sup> Ставка ЕЦБ, депозитная (ECB Deposit Facility Rate).

Источники: данные национальных статистических агентств, расчеты Банка России.

- В сценарии «Дезинфляционный (Выше потенциал)» предполагается, что за счет увеличения инвестиций в основной капитал и более высоких темпов прироста совокупной факторной производительности в экономике происходит существенное расширение предложения. Рост предложения начинает полностью покрывать повышенный внутренний спрос. В результате инфляционное давление снижается, и Банк России может раньше переходить к смягчению денежно-кредитной политики. Банк России видит потенциальные возможности для реализации данного сценария. Вместе с тем более вероятным представляется сценарий «Проинфляционный» в сравнении с «Дезинфляционным».

- В сценарии «Проинфляционный (Выше спрос)» предполагается, что высокий спрос, наблюдавшийся со второй половины 2023 года, будет носить более устойчивый характер и сохранится на высоком уровне в 2025 году. В частности, существенный вклад в расширение совокупного спроса будет вносить высокая доля расходов бюджета, приходящаяся на льготные программы кредитования. Кроме того, в рамках расширения мер протекционистского характера и с целью стимулирования импортозамещения будут вводиться и повышаться тарифы на импортные товары и услуги, что на фоне сохраняющихся санкционных ограничений приведет

к удорожанию импортной продукции и, как следствие, к более активному переключению на отечественные товары и услуги. Из-за устойчиво высокого внутреннего спроса сохранится повышенный спрос на производственные факторы, и компании продолжают повышать заработные платы темпами, значительно превышающими темпы роста производительности труда. Совокупность этих факторов приведет к существенному нарастанию инфляционного давления и соответствующей реакции денежно-кредитной политики.

- В сценарии «**Рисковый (Глобальный кризис)**» собирается весь комплекс неблагоприятных внешних условий. Высокий уровень процентных ставок и накопившиеся дисбалансы на финансовых рынках развитых стран в итоге приводят к финансовому кризису в мире. Это происходит в условиях разделения стран на региональные блоки, что только усиливает кризисные явления. Процессы деглобализации нарастают: реализуется риск ухудшения отношений между Китаем и США. Для российской экономики в этом сценарии предполагается усиление санкционного давления, ограничивающего экспорт: геополитический фон существенно ухудшается и дисконт на российские товары расширяется. Из-за глобального финансового кризиса и усиления санкционных ограничений происходит как сдвиг потенциального уровня российской экономики, так и замедление темпов его роста.

В целом отличия сценариев друг от друга заключаются в различном соотношении факторов спроса и предложения. Сценарий «Проинфляционный» предполагает более высокий спрос, сценарий «Дезинфляционный» – более высокое предложение, а «Рисковый» – сочетание отрицательных факторов как спроса, так и предложения. В базовом и альтернативных сценариях «Проинфляционный» и «Дезинфляционный» предполагается сохранение санкционного давления со стороны внешней экономики на текущем уровне. Альтернативный сценарий «Рисковый» учитывает возможное усиление санкционных ограничений. Реализация базового сценария является наиболее вероятной, при этом вероятность реализации сценария «Рисковый» по сравнению с прошлым годом снизилась. Среди сценариев «Дезинфляционный» и «Проинфляционный» наиболее вероятным является последний.

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

## Базовый сценарий

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

Темп роста мировой экономики остается несколько ниже средних исторических темпов, при этом устойчивость мировой экономики к произошедшему повышению ставок сохраняется. В США выходящая статистика указывает на сохранение устойчивости экономики. При этом в еврозоне наблюдается околонулевой рост, и сигналы устойчивого восстановления экономики отсутствуют. В экономике Китая ситуация достаточно стабильная, и в целом, с учетом умеренного масштаба стимулов, ожидается, что экономика Китая на среднесрочном горизонте будет расти темпами около 5%.

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

## Прогноз платежного баланса

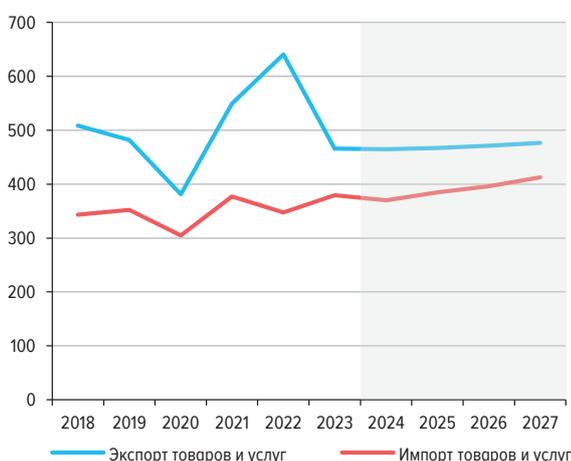
**Мировая конъюнктура.** По прогнозу Банка России, цена на нефть марки Brent по итогам 2024 года сложится на уровне 80 долларов США за баррель. Постепенное увеличение предложения, связанное в том числе с ожидаемым ростом добычи ОПЕК+, приведет к снижению цены на нефть марки Brent до 70 долларов США за баррель к 2027 году. Экспортная цена российской нефти будет следовать за динамикой цены на нефть марки Brent, но ее конкретные значения будут формироваться исходя из взвешенной цены продаваемых Россией марок нефти и размера дисконта. Цены на газ в 2024 году останутся выше среднего за период 2015–2021 годов, однако в дальнейшем ожидается их снижение в условиях роста мировых мощностей производства СПГ. Цены на остальные товары российского экспорта в среднесрочном периоде будут расти в соответствии с мировой инфляцией.

**Экспорт.** Стоимостный объем экспорта, по оценкам Банка России, будет умеренно расти в среднесрочном периоде. Уменьшение номинала нефтегазового экспорта, как ожидается, будет компенсировано ростом экспорта прочих товаров и услуг. Динамика стоимостного объема нефтяного экспорта будет соответствовать изменению цены на нефть: прогнозируется снижение к 2027 году. Сокращение стоимостного объема экспорта природного газа и СПГ ожидается на всем прогнозном горизонте на фоне коррекции с повышенного уровня 2023 года. В то же время прогнозируется расширение стоимостного объема ненефтегазового экспорта в связи с увеличением внешнего спроса в условиях роста мировой экономики и с повышением цен на сырьевые товары. Вместе с тем экспорт продолжат сдерживать ограничения недружественных стран.

**Импорт.** Стоимостный объем импорта товаров и услуг, по оценкам Банка России, сократится в 2024 году в условиях усиления санкционных барьеров в части платежей и логистики. Эти ограничения будут иметь краткосрочный характер, и в следующие годы ожидается постепенное восстановление импорта благодаря диверсификации поставок и развитию новых логистических цепочек. Поддержку импорту окажет и расширение внутреннего спроса. Вместе с тем отношение импорта к ВВП, как ожидается, сохранится в среднесрочном периоде на более низком уровне, чем в 2021 году, в том числе в связи с процессами импортозамещения.

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

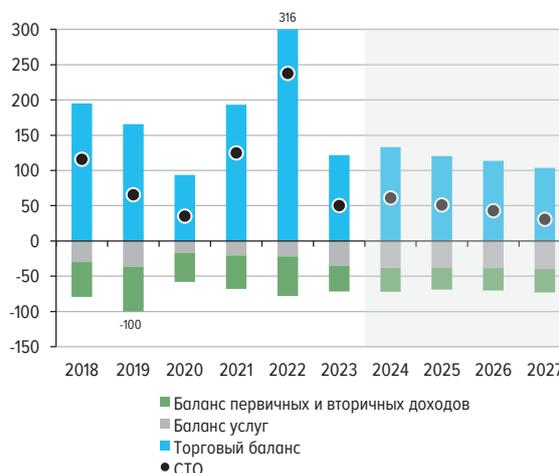
Рис. 3.2



Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.3



Источник: расчеты Банка России.

**Счет текущих операций.** Профицит текущего счета, по прогнозу, вырастет до 61 млрд долларов США в 2024 году за счет сжатия импорта, небольшого сужения дефицита баланса первичных и вторичных доходов. Вместе с тем в следующие годы по мере восстановления импорта ожидается уменьшение положительного сальдо текущего счета: до 51 млрд долларов США в 2025 году, 43 млрд долларов США в 2026 году и 31 млрд долларов США в 2027 году.

**Финансовый счет.** Сальдо финансового счета, за исключением резервов, после расширения до 78 млрд долларов США в 2024 году сузится до 52 млрд долларов США в 2025 году, 28 млрд долларов США в 2026 году и 27 млрд долларов США в 2027 году. На прогнозном горизонте оно будет обеспечиваться за счет накопления иностранных активов. Вместе с тем рост иностранных активов замедлится в условиях уменьшения поступлений от внешней торговли. Резервы сократятся в 2024 году за счет операций со средствами ФНБ и перейдут к росту с 2026 года. Ожидается, что в 2026–2027 годах покупка иностранной валюты в рамках бюджетного правила будет более значительной, чем объем иных операций со средствами ФНБ.

### Прогноз основных макроэкономических показателей

**ВВП.** В первом полугодии 2024 года темпы роста выпуска, ориентированного на внутренний спрос, превысили темпы расширения производственных возможностей экономики. Экономика находится в фазе перегрева. По прогнозу Банка России, с учетом фактических данных за первое полугодие и оперативных индикаторов в начале III квартала темп прироста ВВП в 2024 году составит 3,5–4,0%. В 2025–2026 годах экономический рост составит 0,5–1,5% и 1,0–2,0% соответственно. Замедление в 2025 году во многом связано с меньшим превышением совокупного спроса над производственными возможностями в сравнении с 2024 годом. Темпы роста потенциального выпуска при этом останутся неизменными. Небольшое замедление темпов роста связано в том числе с влиянием более жестких денежно-кредитных условий на всем прогнозном горизонте. При этом по-прежнему устойчиво будет расти инвестиционный спрос, что отражает сдвиг в структуре совокупного спроса в сторону увеличения доли инвестиций. В 2027 году рост экономики составит 1,5–2,5%, что означает возвращение экономики к сбалансированному росту.

Расширение экономической активности в 2024 году в значительной степени обеспечено внутренним спросом, в то время как внешний спрос в условиях санкционных ограничений вносил отрицательный вклад. В последующие годы вклад экспорта будет положительным, однако в целом его относительная значимость будет оставаться меньшей, чем это было в исторической ретроспективе.

**Расходы на конечное потребление.** Потребление домохозяйств в первом полугодии 2024 года росло быстрее темпов расширения производственных возможностей. По оценке Банка России, во второй половине года при сохраняющихся жестких денежно-кредитных условиях темпы роста потребительской активности замедлятся. Рост доходов граждан продолжится, что отчасти поддержит потребительский спрос, но уже в большей степени транслируется в рост сбережений. В 2024 году конечное потребление увеличится на 3,5–4,5% – за счет потребления как домохозяйств, так и государственного сектора. В дальнейшем предполагается замедление роста конечного потребления до 0,0–1,0% в 2025 году, 1,0–2,0% в 2026 году и возвращение на траекторию сбалансированного роста в 2027 году.

**Валовое накопление.** Рост валового накопления происходит в условиях переориентации российской экономики на внутренний спрос, стимулирования импортозамещающих технологий и адаптации к внешним торговым и финансовым ограничениям. Продолжился рост финансового результата компаний, что отразилось на расширении частных инвестиций. Фирмы также активно

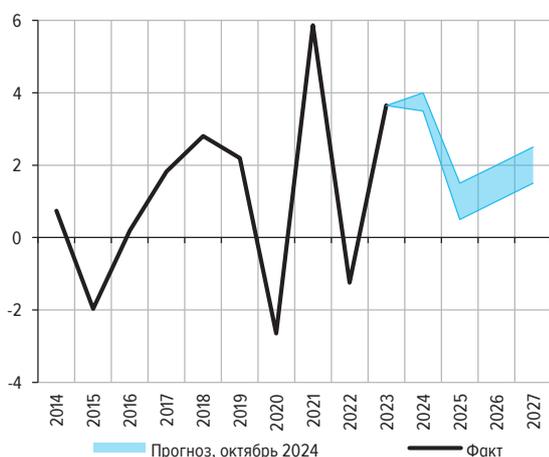
наращивали капитал с привлечением кредитных ресурсов. Рост инвестиционной активности был связан и с вложением средств ФНБ в инфраструктуру и крупные инвестиционные проекты компаний с государственным участием. В 2024 году трансформация российской экономики продолжится, рост валового накопления составит 3,5–5,5% на фоне значимого положительного вклада государственных инвестиций. После существенного роста запасов материальных оборотных средств в 2023 году Банк России ожидает их коррекцию в 2024 году и умеренный вклад в рост ВВП в 2025–2027 годах. В 2025–2026 годах частные инвестиции на фоне жестких денежно-кредитных условий будут находиться вблизи уровня 2024 года, но спрос со стороны государства, в частности в рамках государственных инвестиционных и инфраструктурных проектов, будет обеспечивать положительные темпы роста валового накопления. В 2027 году рост инвестиций составит 1,0–3,0%, что означает возвращение к траектории сбалансированного роста.

**Экспорт.** По итогам 2024 года сокращение физических объемов экспорта может составить 0,0–2,0% на фоне новых санкционных ограничений и сохраняющейся необходимости адаптации и переориентации направлений поставок. В 2025 году ожидается восстановление экспорта, темпы роста могут составить 0,5–2,5%. В последующие годы темпы прироста экспорта будут постепенно приближаться к значениям, соответствующим траектории сбалансированного роста экономики с учетом ее более внутренне ориентированной структуры (1,0–3,0%).

**Импорт.** В 2024 году физические объемы импорта снизятся на 1,0–3,0%, несмотря на устойчивое расширение внутреннего спроса. Это обусловлено наблюдавшимся усилением санкционных барьеров в части платежей и логистики, которые сохранятся на краткосрочном горизонте. В дальнейшем их влияние будет постепенно ослабевать по мере адаптации бизнеса, но темпы роста импорта будут отставать от динамики внутреннего спроса, что отражает в том числе процессы импортозамещения в российской экономике. В 2026–2027 годах темпы прироста импорта стабилизируются на долгосрочно устойчивом уровне, соответствующем новой структуре экономики. Большая ориентация экономики на внутреннее производство обусловит меньшую по сравнению с историческими уровнями долю импорта в потреблении.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(% Г/Г)

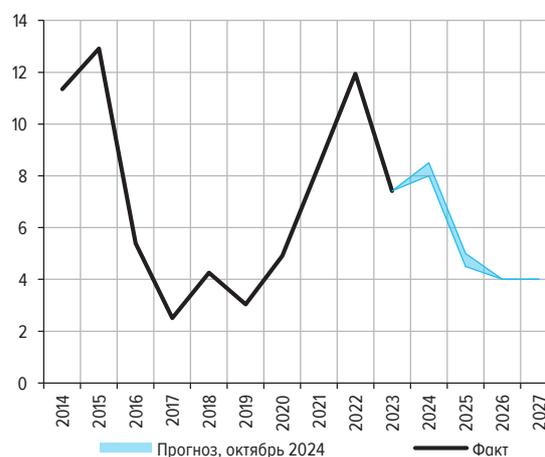
Рис. 3.4



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(%, ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 3.5



Источник: расчеты Банка России.

**Инфляция.** Осенью 2023 года инфляционное давление достигло пика, после чего постепенно снижалось до I квартала 2024 года включительно. Однако уже к концу весны тенденции развернулись, и инфляционное давление вновь усилилось. Ускорение роста цен в II квартале происходило по широкому кругу товаров и услуг. Большинство показателей устойчивого роста цен в годовом выражении значительно превышают 4%. При этом в III–IV кварталах инфляция складывается существенно выше июльского базового прогноза. Инфляционное давление приблизилось к максимальным значениям с начала 2024 года, инфляционные ожидания также значимо выросли. Кроме того, в базовом сценарии октября учтены обновленные бюджетные проектировки, предполагающие дополнительные расходы в 2024 году, и решения по индексации регулируемых цен и тарифов. С учетом всех вводных прогнозируется, что по итогам 2024 года инфляция составит 8,0–8,5%.

Основным фактором повышенного ценового давления остается рост спроса, опережающий возможности расширения производства. Растущий спрос в условиях ограничения предложения позволяет компаниям быстрее и в большей мере переносить на потребителя растущие издержки. Существенным фактором увеличения издержек производителей в последние месяцы был рост зарплат и транзакционных издержек, в том числе за счет поиска новых поставщиков и переориентации поставок. Повышение издержек на труд обусловлено сохраняющимся дефицитом трудовых ресурсов.

Проводимая Банком России денежно-кредитная политика направлена на то, чтобы спрос замедлился до темпов, в большей мере отвечающих возможностям устойчивого расширения внутреннего производства и, таким образом, не создающих избыточного давления на цены в экономике. По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,5–5,0% в 2025 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Табл. 3.2

	2022 (факт)	2023 (факт)	2024	2025	2026	2027
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	11,9	7,4	8,0–8,5	4,5–5,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	13,8	5,9	8,2–8,4	6,1–6,8	4,0–4,2	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	10,6	9,9	17,5 <sup>1</sup>	17,0–20,0	12,0–13,0	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	-1,2	3,6	3,5–4,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,8	4,9	2,0–3,0	0,5–1,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-0,1	6,6	3,5–4,5	0,0–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	-1,1	6,5	4,5–5,5	0,0–1,0	1,0–2,0	1,5–2,5
Валовое накопление	1,7	15,8	3,5–5,5	0,5–2,5	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	6,7	8,8	6,0–8,0	0,5–2,5	0,5–2,5	1,0–3,0
Экспорт	– <sup>2</sup>	– <sup>2</sup>	(-2,0)–0,0	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	– <sup>2</sup>	– <sup>2</sup>	(-3,0)–(-1,0)	0,5–2,5	0,0–2,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	24,4	19,4	17–20	6–11	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>3</sup>	12,0	22,7	15–18	8–13	7–12	8–13
– к организациям	13,2	22,6	17–20	8–13	7–12	8–13
– к населению, в том числе	9,4	23,0	12–15	6–11	7–12	8–13
ипотечные жилищные кредиты	17,0	29,4	8–11	8–13	10–15	10–15
<b>Показатели платежного баланса<sup>4</sup> (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
Счет текущих операций	238	50	61	51	43	31
Торговый баланс	316	122	133	120	113	103
Экспорт	592	424	422	423	427	431
Импорт	277	303	289	303	313	327
Баланс услуг	-22	-35	-38	-38	-39	-40
Экспорт	49	41	42	44	45	46
Импорт	71	76	80	82	83	85
Баланс первичных и вторичных доходов	-56	-36	-34	-31	-32	-33
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>233</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>43</b>	<b>31</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	<b>234</b>	<b>52</b>	<b>78</b>	<b>52</b>	<b>28</b>	<b>27</b>
Чистое принятие обязательств	-124	-8	-20	-1	4	6
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	110	44	58	51	32	33
Чистые ошибки и пропуски	-6	-7	4	0	0	0
<b>Изменение резервных активов</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-1</b>	<b>15</b>	<b>3</b>
<b>Цена на нефть марки Brent, в среднем за год, долл. США за барр.</b>	<b>99</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>70</b>

<sup>1</sup> С учетом того что с 1 января по 27 октября 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,7%, с 28 октября до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 21,0–21,3%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

<sup>2</sup> Данные по использованию ВВП за 2022–2023 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

<sup>3</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевого ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

<sup>4</sup> В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

## Прогноз денежно-кредитных показателей

**Ключевая ставка.** На среднесрочном горизонте проинфляционные риски остаются существенными. Для устойчивого снижения инфляции и инфляционных ожиданий и закрепления инфляции на целевом уровне необходимо поддержание ключевой ставки на повышенном уровне в течение достаточно длительного времени. Средняя ключевая ставка в 2024 году составит 17,5% годовых, в 2025 году сложится в диапазоне 17,0–20,0% годовых. К концу прогнозного горизонта ключевая ставка вернется в нейтральную область. По результатам комплексного анализа экономики и изменений, произошедших в ней за последние 5 лет, оценка уровня реальной долгосрочной нейтральной ставки в российской экономике была повышена на 1,5 п.п. по сравнению с предыдущими оценками и составляет 3,5–4,5% годовых. При целевом значении инфляции вблизи 4% это соответствует номинальной нейтральной ставке 7,5–8,5% годовых. К повышению оценки нейтральной ставки привели следующие факторы. Во-первых, рост потребности в расширении внутреннего производства и наращивании капитала в условиях происходящей перестройки экономики. Это требует более высокой ставки для увеличения внутренних сбережений, являющихся сейчас ключевым источником финансирования инвестиций. Во-вторых, более высокая премия за риск из-за существенных изменений внешних условий для России в 2022 году и последующего ужесточения санкций. В-третьих, смягчение по сравнению с 2021 годом текущих параметров бюджетного правила. В-четвертых, более высокая оценка внешней нейтральной ставки, чем до пандемии коронавируса, учитывая наблюдаемую устойчивость инфляции к повышению процентных ставок в развитых экономиках<sup>2</sup>.

**Требования банковской системы к экономике.** С учетом дальнейшего наращивания инвестиций, реализации крупных инфраструктурных проектов с государственным участием, расширения доходов и потребительских расходов населения прогноз темпов роста требований к экономике в 2024 году отражает умеренное замедление кредитной активности в корпоративном и розничном сегментах рынка под влиянием жестких денежно-кредитных условий. Дополнительным фактором, способствующим плавному снижению темпов роста портфеля розничных кредитов, выступают сдерживающие меры макропруденциальной политики в части высокорисковых потребительских кредитов, а также завершение безадресной программы льготной ипотеки. Продолжительный период поддержания жестких денежно-кредитных условий и сохранение высокой сберегательной активности населения приведут к замедлению роста требований к экономике до 8–13% в 2025 году и 7–12% в 2026 году. В дальнейшем по мере смягчения ценовых условий кредитования, снижения инфляции и инфляционных ожиданий темпы роста требований к экономике стабилизируются на 8–13%.

**Денежная масса.** Рост денежной массы в национальном определении (M2) на всем прогнозируемом горизонте обеспечивается в основном кредитованием экономики при сохраняющемся притоке средств по бюджетному каналу. В 2024 году темпы роста M2 сложатся в диапазоне 17–20% и по мере замедления темпов роста требований к экономике под влиянием жестких денежно-кредитных условий снизятся до 6–11% в 2025 году. Повышение сбалансированности бюджета и возвращение кредитования на траекторию устойчивого роста будут способствовать стабилизации темпов роста денежной массы в диапазоне 6–11% в 2026–2027 годах.

<sup>2</sup> Подробнее см. в приложении 7 [«Нейтральная процентная ставка и ее оценка»](#).

## Альтернативные сценарии

### Сценарий «Дезинфляционный (Выше потенциал)»

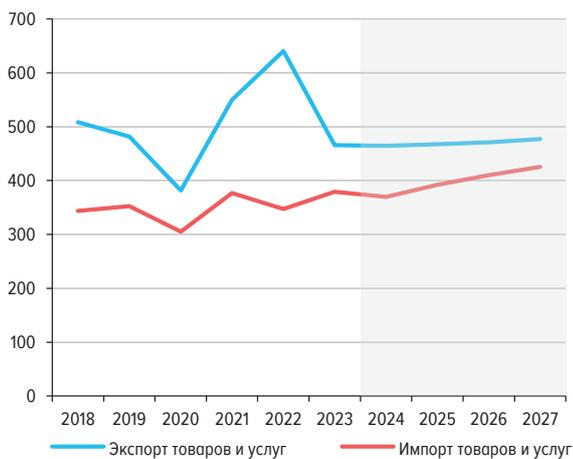
Инвестиции в основной капитал растут высокими темпами на протяжении последних 3 лет. В 2023 году их темп прироста (+9,8%) был максимальным с 2011 года. В 2024 году рост инвестиций продолжается в условиях переориентации российской экономики на внутренний спрос, стимулирования импортозамещающих технологий и адаптации к внешним торговым и финансовым ограничениям. На фоне растущего дефицита трудовых ресурсов компании вынуждены в большем объеме осуществлять инвестиции, способствующие интенсификации производства. При этом расширение инвестиций происходит как в частном, так и в государственном секторе. Инвестиции в частном секторе стимулируются растущим финансовым результатом компаний. Предприятия активно наращивали капитал, в том числе увеличивая кредитный портфель. В государственном секторе повышение инвестиционной активности связано в том числе с вложением средств ФНБ в инфраструктуру и крупные инвестиционные проекты компаний с государственным участием (подробнее о влиянии бюджетной политики на экономику см. врезку 7 [«Бюджетная политика в 2024–2027 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику»](#)).

В рамках сценария «Дезинфляционный» предполагается, что по мере освоения инвестиций и роста совокупной факторной производительности происходит более существенное расширение предложения (увеличение потенциального выпуска в 2025–2026 годах) по сравнению с базовым сценарием. При этом увеличение инвестиций является временным и приводит только к сдвигу уровня потенциала, но не его долгосрочных темпов роста. В 2027 году как ВВП, так и валовое накопление вернутся к своим долгосрочным сбалансированным темпам роста, аналогичным заложенным в базовом сценарии. В таком случае расширяющееся совокупное предложение покрывает повышенный внутренний спрос в 2025–2026 годах. Ускорение роста реальных заработных плат не оказывает серьезного проинфляционного эффекта из-за увеличения производительности труда, а занятость быстрее возвращается к своему равновесному уровню. При этом предпосылки бюджетной политики неизменны по сравнению с базовым сценарием: оба сценария предполагают постепенную нормализацию бюджетной политики с возвратом к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила с 2025 года.

В результате инфляционное давление сокращается, что позволяет раньше перейти к снижению ключевой ставки. В этом сценарии средний уровень ключевой ставки составит 15,0–18,0% годовых в 2025 году и 10,0–11,0% годовых в 2026 году по сравнению с 17,0–20,0% годовых и 12,0–13,0% годовых в 2025–2026 годах в базовом сценарии. Рост ВВП в 2025 и 2026 годах составит 2,0–3,0% и в 2027 году вернется к сбалансированному росту в 1,5–2,5%. Более позитивная динамика выпуска по сравнению с базовым сценарием будет обеспечена за счет как более высоких темпов роста конечного потребления, так и валового накопления. Профицит счета текущих операций платежного баланса сложится ниже уровней базового сценария из-за больших объемов импорта в условиях более высокого внутреннего спроса при сопоставимых объемах экспорта. Сальдо финансового счета также окажется ниже базового сценария из-за меньших вложений в иностранные активы.

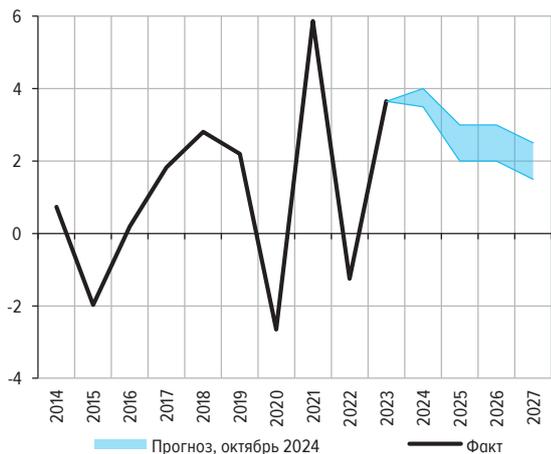
Рост доходов населения на фоне высокой экономической активности расширяет круг платежеспособных заемщиков, способствуя более высоким темпам роста кредитования населения по сравнению с базовым сценарием. Одновременно и у компаний увеличивается потенциал реализации инвестиционных проектов, что способствует росту их спроса на заемные средства. Ускорение роста кредитования отражается в динамике денежной массы. К концу прогнозного периода темпы роста кредитов и денежной массы возвращаются на траекторию базового сценария.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ)» Рис. 3.6  
(млрд долл. США)



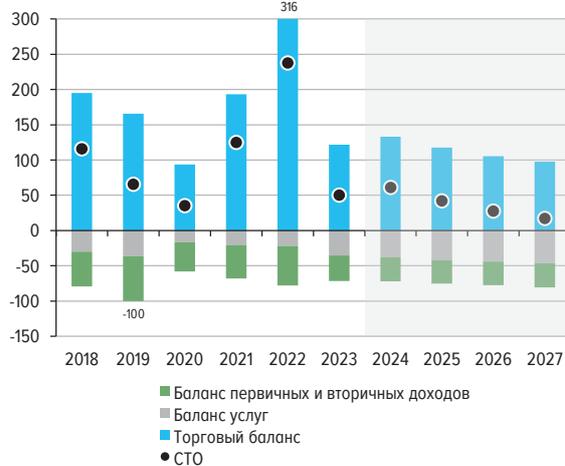
Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ)» Рис. 3.8  
(% Г/Г)



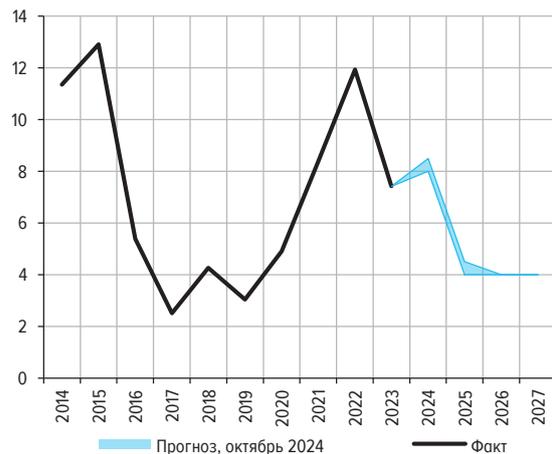
Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ)» Рис. 3.7  
(млрд долл. США)



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ)» Рис. 3.9  
(%, ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ДЕЗИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ ПОТЕНЦИАЛ)»

Табл. 3.3

	2022 (факт)	2023 (факт)	2024	2025	2026	2027
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	11,9	7,4	8,0–8,5	4,0–4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	13,8	5,9	8,2–8,4	5,6–6,3	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	10,6	9,9	17,5 <sup>1</sup>	15,0–18,0	10,0–11,0	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	-1,2	3,6	3,5–4,0	2,0–3,0	2,0–3,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,8	4,9	2,0–3,0	2,5–3,5	2,0–3,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-0,1	6,6	3,5–4,5	2,0–3,0	1,5–2,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	-1,1	6,5	4,5–5,5	2,0–3,0	1,5–2,5	1,5–2,5
Валовое накопление	1,7	15,8	3,5–5,5	3,0–5,0	3,5–5,5	1,0–3,0
– основного капитала	6,7	8,8	6,0–8,0	3,5–5,5	2,5–4,5	1,0–3,0
Экспорт	– <sup>2</sup>	– <sup>2</sup>	(-2,0)–0,0	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	– <sup>2</sup>	– <sup>2</sup>	(-3,0)–(-1,0)	1,5–3,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	24,4	19,4	17–20	8–13	7–12	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>3</sup>	12,0	22,7	15–18	10–15	8–13	8–13
– к организациям	13,2	22,6	17–20	10–15	8–13	8–13
– к населению, в том числе	9,4	23,0	12–15	9–14	8–13	8–13
ипотечные жилищные кредиты	17,0	29,4	8–11	10–15	10–15	10–15
<b>Показатели платежного баланса<sup>4</sup> (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
Счет текущих операций	238	50	61	42	28	17
Торговый баланс	316	122	133	117	105	98
Экспорт	592	424	422	423	427	431
Импорт	277	303	289	306	321	333
Баланс услуг	-22	-35	-38	-42	-44	-46
Экспорт	49	41	42	44	45	46
Импорт	71	76	80	86	89	92
Баланс первичных и вторичных доходов	-56	-36	-34	-33	-34	-34
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>233</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>42</b>	<b>28</b>	<b>17</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	<b>234</b>	<b>52</b>	<b>78</b>	<b>43</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
Чистое принятие обязательств	-124	-8	-20	1	6	8
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	110	44	58	44	19	21
Чистые ошибки и пропуски	-6	-7	4	0	0	0
<b>Изменение резервных активов</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-1</b>	<b>15</b>	<b>3</b>
<b>Цена на нефть марки Brent, в среднем за год, долл. США за барр.</b>	<b>99</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>70</b>

<sup>1</sup> С учетом того что с 1 января по 27 октября 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,7%, с 28 октября до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 21,0–21,3%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

<sup>2</sup> Данные по использованию ВВП за 2022–2023 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

<sup>3</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевого ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

<sup>4</sup> В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

## Сценарий «Проинфляционный (Выше спрос)»

Сценарий включает несколько ключевых предпосылок. Во-первых, положительные факторы спроса, которые наблюдались со второй половины 2023 года, будут носить более устойчивый характер и сохранятся в 2025 году. Вследствие этого останется повышенным спрос на производственные факторы: компании продолжат увеличивать заработные платы для привлечения новых сотрудников и удержания имеющихся кадров. Инвестиционный спрос также будет повышенным, что объясняется необходимостью расширения производственных возможностей в условиях ограничений рынка труда. Высокий внутренний спрос и одновременно растущие издержки предприятий на оплату труда приведут к более высокому инфляционному давлению, чем в базовом сценарии.

Во-вторых, в сценарии предполагается устойчиво более высокая доля расходов бюджета, приходящаяся на льготные программы кредитования. Таким образом, при том же структурном первичном дефиците структура расходов предполагает более высокий вклад бюджетной политики в динамику совокупного спроса и инфляции (повышенный мультипликатор расходов). Это будет транслироваться в еще более активное расширение внутреннего спроса и, как следствие, в повышенное инфляционное давление. В условиях устойчиво более высокой доли расходов бюджета на льготные программы уровень долгосрочной нейтральной ставки в экономике будет выше за счет более высокой динамики автономного кредита.

В-третьих, сценарий предполагает расширение мер протекционистского характера, ввод и повышение тарифов на импорт в целях стимулирования импортозамещения на фоне сохраняющихся санкционных ограничений. Любые вводимые тарифы имеют проинфляционный характер, в этом случае они приведут к удорожанию импортных товаров и повышению спроса на отечественные товары, что переложится в рост цен на них. В условиях сохраняющегося перегрева экономики и незаякоренных инфляционных ожиданий вторичные эффекты таких мер на динамику цен могут быть более выраженными и продолжительными.

В результате в этом сценарии будет наблюдаться более высокое инфляционное давление на всем прогнозном горизонте по сравнению с базовым сценарием. Инфляция в 2025 году возрастет до 5,5–6,0%, из-за чего Банку России придется действовать еще более решительно, чтобы вернуть инфляцию к цели: средняя ключевая ставка в 2025 году составит 20,0–23,0% годовых, в 2026 году она снизится до 15,0–16,0% в среднем за год. При этом нейтральный уровень ставки в этом сценарии выше из-за устойчиво более высокой доли расходов на льготные программы: средняя ставка в 2027 году составит 8,5–9,5%. Из-за жестких денежно-кредитных условий рост ВВП в 2026 году замедлится до 0,0–1,0% и вернется к траектории сбалансированного роста в 1,5–2,5% в 2027 году. При этом, уровень ВВП на конце прогнозного периода будет совпадать с уровнем ВВП в базовом сценарии. Это означает, что более высокая доля расходов на льготные программы приведет лишь к росту инфляции, но не выпуска в экономике. А в случае, если нормализация бюджетной политики будет нарушена – это приведет к гораздо более высоким темпам роста цен.

Профицит счета текущих операций платежного баланса сложится ниже уровней базового сценария из-за больших стоимостных объемов импорта в условиях более высокого внутреннего спроса и более высоких импортных цен, вызванных мерами протекционистского характера. При этом объемы экспорта будут сопоставимы с базовым сценарием. Сальдо финансового счета в сценарии «Проинфляционный» также окажется ниже базового сценария из-за меньших вложений в иностранные активы.

Темпы роста кредитования в 2025 году выше по сравнению с базовым сценарием. Поступление денег в экономику по бюджетному каналу происходит с более высоким мультипликатором государственных расходов за счет направления средств непосредственно через программы господдержки. В результате растет спрос организаций и населения на кредит для расширения

производства и потребления, в том числе покупок недвижимости. Более жесткая денежно-кредитная политика способствует ограничению кредитной активности, однако в 2025 году ужесточение денежно-кредитных условий не в полной мере компенсирует влияние льготных программ. В результате денежная масса растет быстрее, чем в базовом сценарии. К 2026–2027 годам денежная масса возвращается к темпам роста базового сценария.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ СПРОС)»

Табл. 3.4

	2022 (факт)	2023 (факт)	2024	2025	2026	2027
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	11,9	7,4	8,0–8,5	5,5–6,0	4,0–4,5	4,0
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	13,8	5,9	8,2–8,4	6,8–7,4	4,2–4,7	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	10,6	9,9	17,5 <sup>1</sup>	20,0–23,0	15,0–16,0	8,5–9,5
Валовой внутренний продукт	-1,2	3,6	3,5–4,0	1,5–2,5	0,0–1,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,8	4,9	2,0–3,0	1,5–2,5	0,0–1,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-0,1	6,6	3,5–4,5	2,0–3,0	0,0–1,0	1,5–2,5
– домашних хозяйств	-1,1	6,5	4,5–5,5	2,0–3,0	0,0–1,0	1,5–2,5
Валовое накопление	1,7	15,8	3,5–5,5	0,5–2,5	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	6,7	8,8	6,0–8,0	1,5–3,5	0,0–2,0	1,0–3,0
Экспорт	- <sup>2</sup>	- <sup>2</sup>	(-2,0)–0,0	0,5–2,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	- <sup>2</sup>	- <sup>2</sup>	(-3,0)–(-1,0)	1,0–3,0	1,0–3,0	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	24,4	19,4	17–20	9–14	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>3</sup>	12,0	22,7	15–18	11–16	7–12	8–13
– к организациям	13,2	22,6	17–20	11–16	7–12	8–13
– к населению, в том числе	9,4	23,0	12–15	9–14	7–12	8–13
ипотечные жилищные кредиты	17,0	29,4	8–11	11–16	10–15	10–15
<b>Показатели платежного баланса<sup>4</sup> (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
Счет текущих операций	238	50	61	45	35	25
Торговый баланс	316	122	133	118	110	102
Экспорт	592	424	422	423	427	431
Импорт	277	303	289	305	316	328
Баланс услуг	-22	-35	-38	-41	-43	-44
Экспорт	49	41	42	44	45	46
Импорт	71	76	80	85	87	90
Баланс первичных и вторичных доходов	-56	-36	-34	-32	-33	-33
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>233</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>25</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	<b>234</b>	<b>52</b>	<b>78</b>	<b>46</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
Чистое принятие обязательств	-124	-8	-20	0	5	7
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	110	44	58	46	26	29
Чистые ошибки и пропуски	-6	-7	4	0	0	0
<b>Изменение резервных активов</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-1</b>	<b>15</b>	<b>3</b>
<b>Цена на нефть марки Brent, в среднем за год, долл. США за барр.</b>	<b>99</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>70</b>

<sup>1</sup> С учетом того что с 1 января по 27 октября 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,7%, с 28 октября до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 21,0–21,3%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

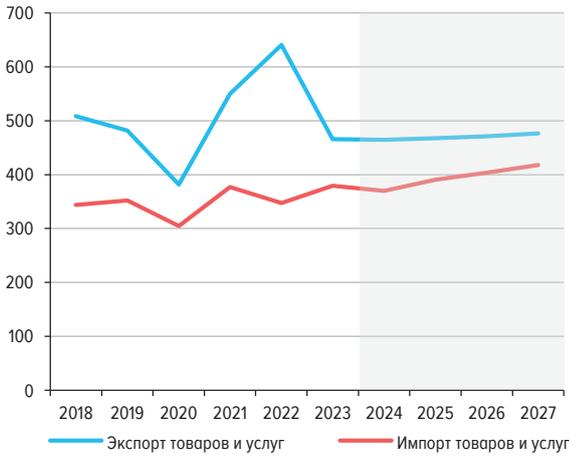
<sup>2</sup> Данные по использованию ВВП за 2022–2023 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

<sup>3</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыми ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

<sup>4</sup> В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

**ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ СПРОС)»** Рис. 3.10  
(млрд долл. США)



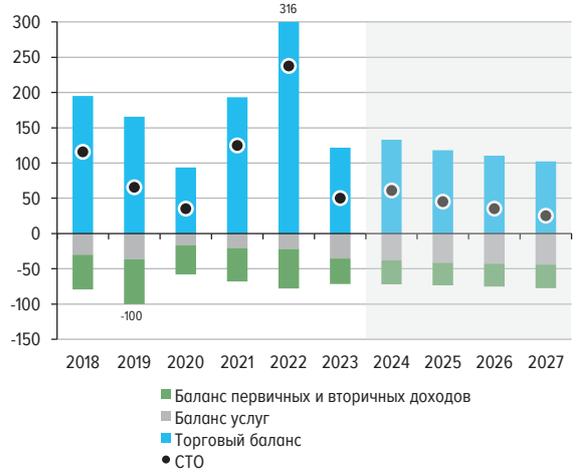
Источник: расчеты Банка России.

**ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ СПРОС)»** Рис. 3.12  
(% Г/Г)



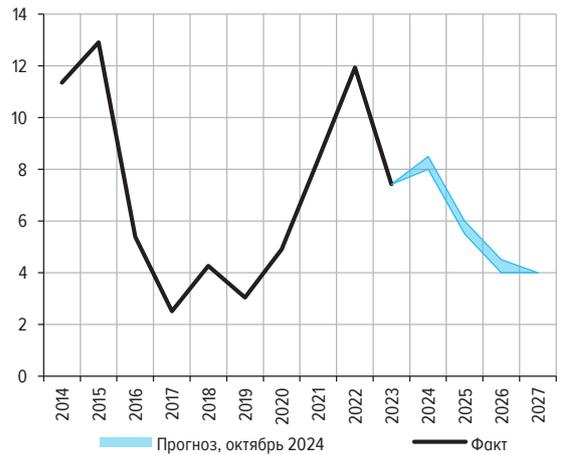
Источник: расчеты Банка России.

**ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ СПРОС)»** Рис. 3.11  
(млрд долл. США)



Источник: расчеты Банка России.

**ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «ПРОИНФЛЯЦИОННЫЙ (ВЫШЕ СПРОС)»** Рис. 3.13  
(%, ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)



Источник: расчеты Банка России.

## Сценарий «Рисковый (Глобальный кризис)»

В этом сценарии реализуется значительное ухудшение внешних условий. Произошедшее в 2022–2023 годах повышение ставок денежно-кредитной политики развитыми странами является одним из самых быстрых в истории, и оно произошло после почти 15-летнего периода околонулевых ставок центральных банков этих стран. В рамках сценария предполагается, что высокий уровень процентных ставок и накопившиеся дисбалансы на финансовых рынках развитых стран приведут к мировому финансовому кризису, сопоставимому по масштабам с кризисом 2007–2008 годов. В рамках сценария кризисные явления начинают проявляться в I квартале 2025 года, достигая своего пика в II–III кварталах 2025 года. Центральные банки реагируют на кризис понижением своих ставок.

В дополнение к финансовому кризису в данном сценарии также реализуется риск ухудшения отношений между Китаем и США, что ведет к активной фазе деглобализации мировой экономики (фрагментации и распаду на торговые блоки/зоны). Тенденция к деглобализации начала проявляться еще в 2018–2019 годах вместе с торговыми спорами и противоречиями. С 2022 года онакратно усилилась на фоне роста геополитического напряжения. Страны все в большей степени стремятся локализовать производства на своих территориях, заменить принцип партнерства на основе экономических соображений (таких, например, как оптимизация затрат) на критерии географической близости и дружественности в геополитической повестке (решоринг и френдшоринг). Фрагментация мировой торговли также приводит к снижению совокупной факторной производительности и большей инфляции, из-за чего проходящие процессы деглобализации мировой экономики лишь усилят негативные эффекты на финансовом рынке.

В результате этого мировой спрос резко упадет – на фоне рецессии в двух крупнейших экономиках (США и еврозоне), усугубленной усиленной фрагментацией. Цены на нефть будут существенно ниже в сравнении с базовым сценарием на всем горизонте. Для российской экономики, помимо ухудшения условий торговли, это также означает вероятное усиление санкционного давления, из-за чего дисконт на отечественные товары расширится. На фоне значительного падения сырьевых цен при действующих параметрах бюджетного правила это приведет к активному использованию ликвидной части ФНБ для нейтрализации шока, что создает риски исчерпания средств ФНБ в течение 2025 года. С учетом более низкого равновесия мировых цен на сырье, потребуется трансформация бюджетного правила с постепенным переходом к базовой цене нефти на уровне 40 долларов США за баррель к 2027 году. Сокращение базовых нефтегазовых доходов вследствие снижения цены отсечения в правиле будет способствовать бюджетной консолидации – снижению расходов бюджета в относительном выражении.

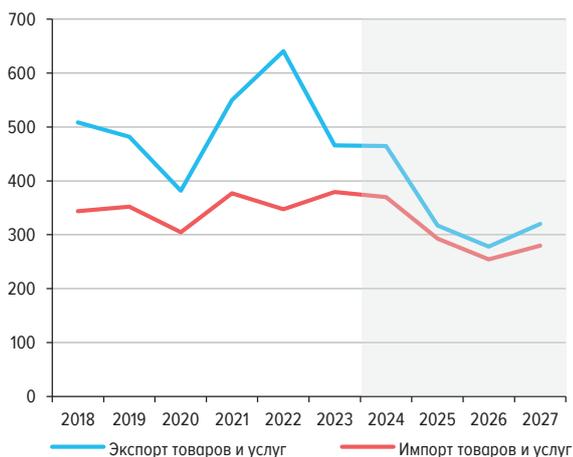
В 2025 году ВВП снизится на 3,0–4,0%, а в 2026 году – на 1,0–2,0%. Бюджетная поддержка экономики в кризисный период расширится относительно базового сценария, однако будет меньше, чем в 2020 и 2022–2023 годах (в условиях сократившихся возможностей из-за ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры). В 2027 году экономика будет расти восстановительными темпами 2,0–3,0%.

При этом из-за глобального финансового кризиса и усиления санкционных ограничений снижается как уровень потенциала российской экономики, так и темпы его роста. Существенное сокращение предложения приведет к повышенному инфляционному давлению. Инфляция в первый кризисный год вырастет до 13,0–15,0%. Это потребует от Банка России решительной реакции для предотвращения длительного отклонения инфляции от цели и устойчивого роста инфляционных ожиданий – в среднем за 2025 год ключевая ставка сложится в диапазоне 22,0–25,0% годовых. В 2026 году средний уровень ставки составит 16,0–17,0% годовых, однако к концу прогнозного горизонта он достигнет нейтрального диапазона. Такая денежно-кредитная политика позволит вернуть инфляцию к цели в 2027 году.

В условиях низких цен на нефть и газ, а также сокращения внешнего спроса уровень экспорта существенно снизится. Сокращение импорта будет обусловлено сжатием внутреннего спроса. В результате сильного снижения экспорта и относительно умеренного сокращения импорта счет текущих операций сократится до 4–5 млрд долларов США в 2025–2026 годах и лишь к концу прогнозного периода вырастет по мере восстановления товарного экспорта.

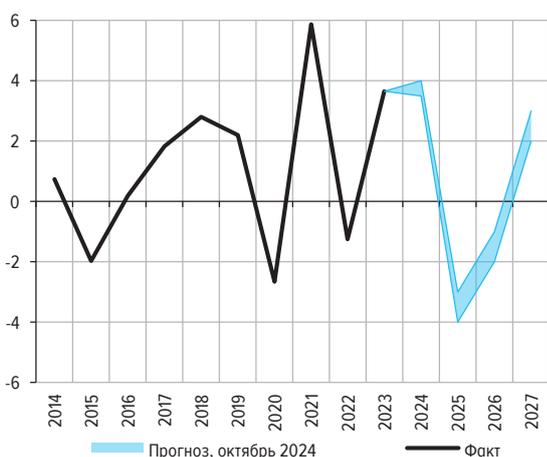
Высокая неопределенность относительно будущих доходов и, соответственно, способности обслуживать обязательства по кредитам будет ограничивать как спрос компаний и населения на кредиты, так и готовность банков наращивать кредитование. В сочетании с более высоким уровнем ставок это приведет к существенному замедлению кредитования. Однако благодаря наращиванию бюджетной поддержки экономики в условиях кризиса не будет наблюдаться существенного сокращения темпов роста денежной массы. В 2026–2027 годах по мере адаптации экономики и смягчения денежно-кредитной политики будет наблюдаться восстановительный рост кредитной активности на фоне плавного сокращения масштабов государственной поддержки экономики. Темпы роста денежной массы, складывающиеся под влиянием этих двух факторов, к концу прогнозного периода будут близки к показателям базового сценария.

ПРОГНОЗ ЭКСПОРТА И ИМПОРТА В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ (ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС)» Рис. 3.14 (млрд долл. США)



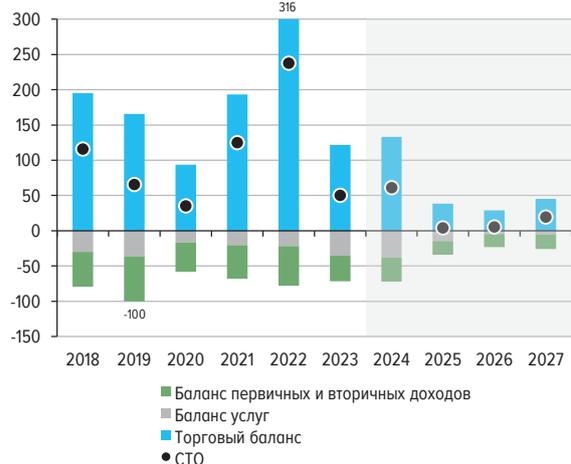
Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ (ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС)» Рис. 3.16 (% ГГ)



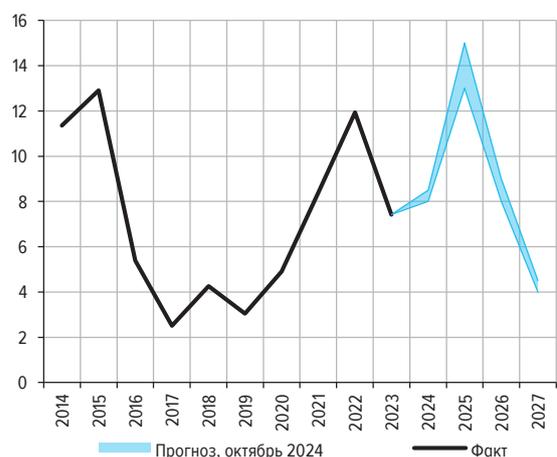
Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ (ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС)» Рис. 3.15 (млрд долл. США)



Источник: расчеты Банка России.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В СЦЕНАРИИ «РИСКОВЫЙ (ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС)» Рис. 3.17 (% , ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)



Источник: расчеты Банка России.

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «РИСКОВЫЙ (ГЛОБАЛЬНЫЙ КРИЗИС)»

Табл. 3.5

	2022 (факт)	2023 (факт)	2024	2025	2026	2027
<b>Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)</b>						
Инфляция, %, декабрь к декабрю предыдущего года	11,9	7,4	8,0–8,5	13,0–15,0	8,0–9,0	4,0–4,5
Инфляция, в среднем за год, % к предыдущему году	13,8	5,9	8,2–8,4	9,9–11,5	11,7–13,1	5,4–6,0
Ключевая ставка, в среднем за год, % годовых	10,6	9,9	17,5 <sup>1</sup>	22,0–25,0	16,0–17,0	7,5–8,5
Валовой внутренний продукт	-1,2	3,6	3,5–4,0	(-4,0)–(-3,0)	(-2,0)–(-1,0)	2,0–3,0
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-1,8	4,9	2,0–3,0	(-5,5)–(-4,5)	0,5–1,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	-0,1	6,6	3,5–4,5	(-2,0)–(-1,0)	(-3,0)–(-2,0)	2,0–3,0
– домашних хозяйств	-1,1	6,5	4,5–5,5	(-3,5)–(-2,5)	(-2,5)–(-1,5)	2,0–3,0
Валовое накопление	1,7	15,8	3,5–5,5	(-16,0)–(-14,0)	(-3,0)–(-1,0)	5,5–7,5
– основного капитала	6,7	8,8	6,0–8,0	(-4,0)–(-2,0)	(-2,0)–0,0	3,0–5,0
Экспорт	- <sup>2</sup>	- <sup>2</sup>	(-2,0)–0,0	(-10,0)–(-8,0)	(-5,0)–(-3,0)	1,5–3,5
Импорт	- <sup>2</sup>	- <sup>2</sup>	(-3,0)–(-1,0)	(-18,5)–(-16,5)	(-11,0)–(-9,0)	5,5–7,5
Денежная масса в национальном определении	24,4	19,4	17–20	6–11	6–11	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>3</sup>	12,0	22,7	15–18	0–5	4–9	8–13
– к организациям	13,2	22,6	17–20	2–7	4–9	8–13
– к населению, в том числе	9,4	23,0	12–15	(-2)–3	4–9	10–15
ипотечные жилищные кредиты	17,0	29,4	8–11	2–7	7–12	10–15
<b>Показатели платежного баланса<sup>4</sup> (млрд долл. США, если не указано иное)</b>						
Счет текущих операций	238	50	61	4	5	19
Торговый баланс	316	122	133	38	29	45
Экспорт	592	424	422	278	240	279
Импорт	277	303	289	240	211	234
Баланс услуг	-22	-35	-38	-15	-5	-5
Экспорт	49	41	42	39	38	41
Импорт	71	76	80	53	43	46
Баланс первичных и вторичных доходов	-56	-36	-34	-20	-18	-21
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>233</b>	<b>49</b>	<b>61</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>19</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	<b>234</b>	<b>52</b>	<b>78</b>	<b>50</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
Чистое принятие обязательств	-124	-8	-20	-5	0	2
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	110	44	58	45	17	18
Чистые ошибки и пропуски	-6	-7	4	0	0	0
<b>Изменение резервных активов</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-46</b>	<b>-11</b>	<b>3</b>
<b>Цена на нефть марки Brent, в среднем за год, долл. США за барр.</b>	<b>99</b>	<b>82</b>	<b>80</b>	<b>55</b>	<b>45</b>	<b>50</b>

<sup>1</sup> С учетом того что с 1 января по 27 октября 2024 года средняя ключевая ставка равна 16,7%, с 28 октября до конца 2024 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 21,0–21,3%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

<sup>2</sup> Данные по использованию ВВП за 2022–2023 годы в части экспорта и импорта пока не опубликованы Росстатом.

<sup>3</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыми ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.

<sup>4</sup> В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

## ВРЕЗКА 7. БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА В 2024–2027 ГОДАХ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИКУ

**Бюджетная политика – важная часть предпосылок прогноза в той части, в которой она оказывает влияние на внутренний спрос. Банк России исходит из неизменности объявленной траектории нормализации бюджетной политики в 2025–2027 годах. Изменения бюджетной политики учитываются при обновлении прогноза Банка России**

Бюджетная политика остается одним из значимых факторов, влияющих на динамику совокупного спроса и инфляции в России. Банк России в базовом сценарии исходит из актуальных бюджетных проектировок Минфина России и собственных макроэкономических предпосылок. Прогноз предполагает постепенную нормализацию бюджетной политики с возвратом к формированию расходов федерального бюджета в соответствии с принципами бюджетного правила в 2025 году и сохранением нулевого структурного первичного дефицита в дальнейшем.

### Расходы

Базовый сценарий прогноза Банка России предполагает сохранение актуальной версии бюджетного правила на всем прогнозном горизонте. В соответствии с бюджетным правилом предельный объем расходов федерального бюджета формируется из суммы:

- базовых нефтегазовых доходов (с 2027 года базовые цены на нефть и газ индексируются на 2% ежегодно);
- ненефтегазовых доходов (с 2025 года ожидаются дополнительные поступления в связи с корректировкой налоговой системы);
- расходов на обслуживание государственного долга;
- сальдо государственных (бюджетных и финансовых экспортных) кредитов.

Существенный фактор изменений в бюджетных проектировках относительно планов Минфина России конца 2023 года – Послание Президента Российской Федерации Федеральному Собранию (далее – Послание), прозвучавшее в феврале 2024 года. Совокупное финансовое обеспечение Послания в 2024–2030 годах оценивается более чем в 18 трлн рублей (более 3 трлн рублей ежегодно, что включает новые расходы, списания бюджетных кредитов, налоговые льготы, вложения средств ФНБ и прочее). Послание включает множество мероприятий социального характера, большой пакет инвестиционных и инфраструктурных проектов, поддержку отраслей развития человеческого капитала (образования, здравоохранения, культуры и так далее), продление отдельных программ субсидируемого кредитования и социально-демографических мер (программы материнского капитала, семейной ипотеки, погашения части ипотеки для многодетных семей). Мероприятия в рамках Послания включены в состав обновленных 19 национальных проектов.

Важные изменения расходов по социальным направлениям – это опережающий рост МРОТ до 2030 года (в 2025 году МРОТ будет повышен на 16,6%, до 22 440 рублей в месяц), повышенные ежегодные индексации социальных пенсий (на 14,8% в 2025 году), возобновление индексирования пенсий работающих пенсионеров с 2025 года (на 0,1–0,3 трлн рублей в 2025–2027 годах ежегодно) и увеличение социальных вычетов на детей. Кроме того, с 2025 года в рамках Послания будет реализован значимый пакет инвестиционных и инфраструктурных мер, в особенности в сфере ЖКХ и дорожно-транспортного строительства.

Более высокие темпы инфляции в 2024–2025 годах, чем было заложено в проектировках Минфина России осенью 2023 года, будут способствовать более серьезным объемам расходов региональных бюджетов и внебюджетных фондов. Вместо запланированного сокращения расходов федерального бюджета в 2025 году относительно 2024 года<sup>1</sup> в текущих проектировках ожидается их рост в номинальном выражении и в процентах от ВВП.

В рамках исполнения бюджета в течение 2024 года наблюдаются нормализация масштабов авансирования средств и доведение ранее авансированных расходов. То есть опережающее зачисление средств на счета бюджетополучателей в Федеральном казначействе (ФК) постепенно приводится к историческим сезонным нормам с учетом инфляции. Возврат к традиционной практике авансирования снижает неопределенность относительно объемов и внутригодового распределения расходов бюджета.

<sup>1</sup> Федеральный закон от 27.11.2023 № 540-ФЗ «О федеральном бюджете на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов».

## Доходы

Сохранение цен на сырье выше базовых цен отсечения в конструкции бюджетного правила будет способствовать формированию дополнительных нефтегазовых доходов и пополнению ФНБ на всем прогнозном горизонте.

Для финансирования мероприятий Послания и иных дополнительных расходов Правительство реализует корректировку налоговой системы с 2025 года:

- расширение прогрессивной шкалы НДФЛ (увеличение числа порогов облагаемых доходов и установление новых ставок – 18, 20 и 22%);
- повышение ставки налога на прибыль с 20 до 25%;
- увеличение до 450 млн рублей по выручке и/или до 200 млн рублей по стоимости основных фондов порога применения упрощенной системы налогообложения (УСН); повышение отдельных имущественных налогов и рентных налогов (НДПИ) для компаний некоторых сырьевых отраслей.

Налоговые новации суммарно дадут бюджету более 3 трлн рублей (1,5% ВВП) ежегодных дополнительных доходов в 2025–2027 годах. Логика бюджетного правила предполагает, что поступление дополнительных ненефтегазовых доходов транслируется в рост плановых расходов. Поэтому эффекты налоговых новаций корректно рассматривать в привязке к исполняемым за их счет расходам социального и инвестиционного характера. При росте номинальных доходов населения и фиксированных порогах доходов в прогрессии НДФЛ возможен рост эффективной ставки НДФЛ и опережающее увеличение поступлений налога относительно базы (фонда оплаты труда экономики, фонда денежных доходов и ВВП) даже при новых социальных вычетах и льготах. Конечный эффект на спрос и инфляцию будет зависеть от структуры потребления различных доходных групп населения и их склонности к сбережению.

Повышение налога на прибыль и рентных сборов, основным плательщиком которых выступает экспортный сектор, может привести к некоторому снижению инвестиционной активности частного сектора. Однако поскольку расходы бюджета будут финансироваться за счет подобных поступлений, эти меры будут способствовать локализации части прибыли в экономике России, замещая отток частного капитала в рамках бюджетного перераспределения. Конечный эффект от налоговых новаций будет зависеть не только от направлений расходов, финансируемых за счет дополнительных поступлений, но и от конкурентной среды, эластичности спроса по цене на конкретных товарных рынках, поведения компаний в части переноса налоговых изменений в цены и других факторов. Вместе с тем повышение налогов с прибыли и выручки может снизить базу для дивидендных отчислений госкомпаний в бюджет.

Дополнительную поддержку поступлениям окажут принятые в 2024 году решения по введению акцизов и их внеплановым индексациям, повышению импортных пошлин, утилизационного и лицензионных сборов, госпошлин, а также процентные доходы по размещаемым средствам ФК за счет более высокой траектории ставок процента и частичного перераспределения средств ЕКС на депозиты. Повышение утилизационного сбора может дать бюджету более 1 трлн рублей дополнительных доходов ежегодно. Сохранение жесткости на рынке труда продолжит формировать условия для заметного роста поступлений по НДФЛ и социальным страховым взносам.

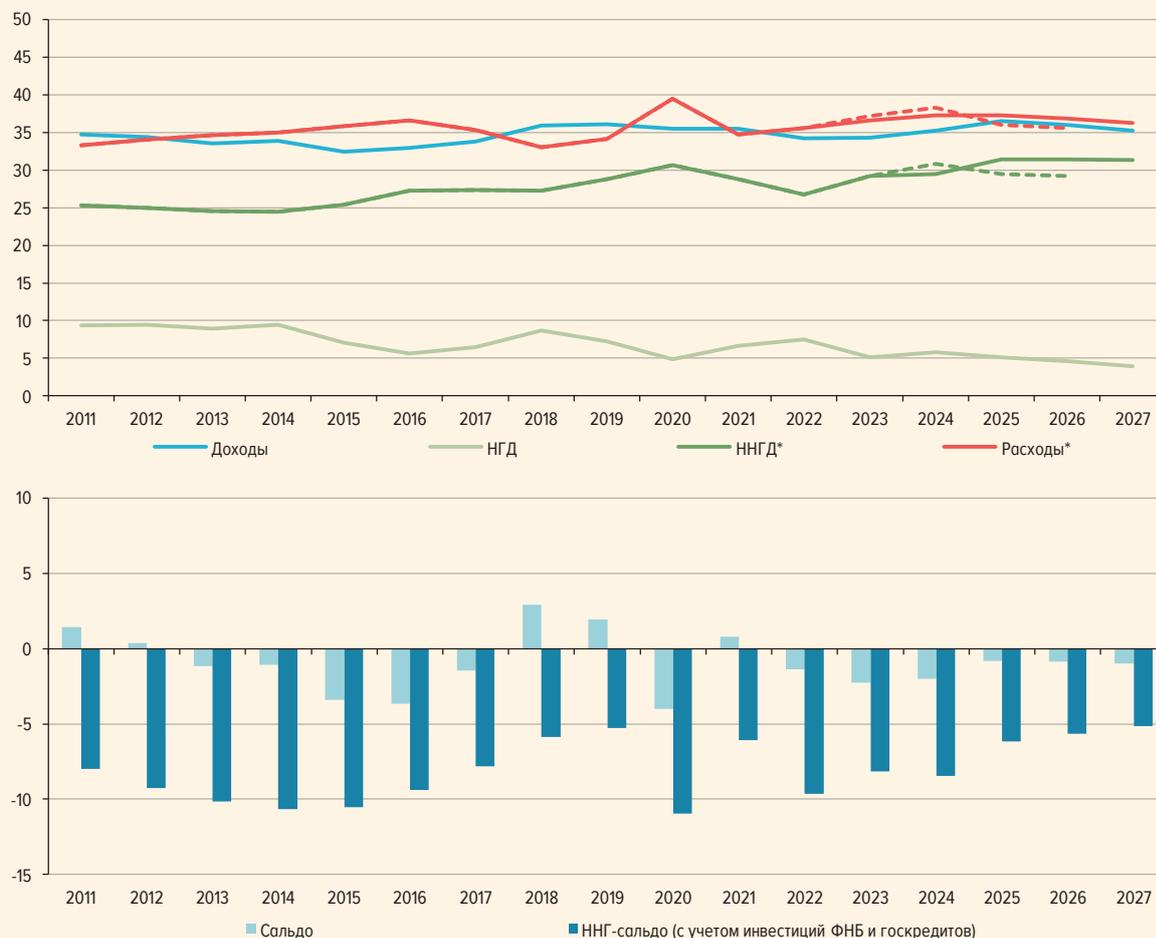
## Финансирование и ФНБ

Приоритетным источником покрытия структурного дефицита бюджета в ближайшие годы останутся внутренние заимствования посредством ОФЗ. Следование ранее анонсированной стратегии бюджетной нормализации и нулевого структурного первичного дефицита будет способствовать снижению инфляционных ожиданий, долгосрочных доходностей на рынке государственного долга и повысит успешность размещений ОФЗ. Использование средств ФНБ вне бюджетного правила после 2024 года не ожидается. Дополнительным фактором стимулирующего эффекта бюджетной политики будет инвестирование средств ФНБ в экономику России – суммарно более 1,5 трлн рублей в 2024–2027 годах. Вместе с тем масштабы размещения средств ФНБ в 2025–2027 годах ожидаются ниже, чем в 2022–2024 годах (около 0,9–1,0 трлн рублей ежегодно).

Таким образом, при проведении денежно-кредитной политики Банк России исходит из неизменности объявленной траектории нормализации бюджетной политики в 2024 году и в последующие годы (рис. 7.1).

ПРОГНОЗНЫЕ ИНДИКАТОРЫ БЮДЖЕТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2011–2027 ГОДАХ  
(% ВВП)

Рис. 7.1



\* Сплошные линии соответствуют фактическим (до 2023 года) и прогнозным (с 2024 года) ННГД и расходам в соответствии с ОНБП 2025–2027, пунктирные линии – прогнозным (с 2023 года) ННГД и расходам в соответствии с ОНБП 2024–2026.  
Источники: Минфин России, Минэкономразвития России, расчеты Банка России.

Завершение безадресной программы льготного ипотечного кредитования с 01.07.2024 и ужесточение условий по семейной ипотеке улучшит трансмиссию денежно-кредитной политики и снизит процентный риск для Минфина России.

Расширение структурного первичного дефицита на 1,5 трлн рублей в 2024 году может оказать дополнительный стимулирующий эффект для совокупного спроса в 2024–2025 годах.

В случае реализации сценария со значительным снижением сырьевых цен, ликвидной части ФНБ хватит для нейтрализации первичного шока. Однако длительное снижение сырьевых цен с переходом на более низкое равновесие создаст риски исчерпания средств ФНБ и приведет к необходимости трансформации бюджетного правила (см. раздел 3, сценарий «Рисковый (Глобальный кризис)»).

## ВРЕЗКА 8. КОНЦЕПЦИЯ ДОЛГОСРОЧНОГО РАВНОВЕСИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ОТКЛОНЕНИЯ ОТ НЕГО ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПЕРЕМЕННЫХ

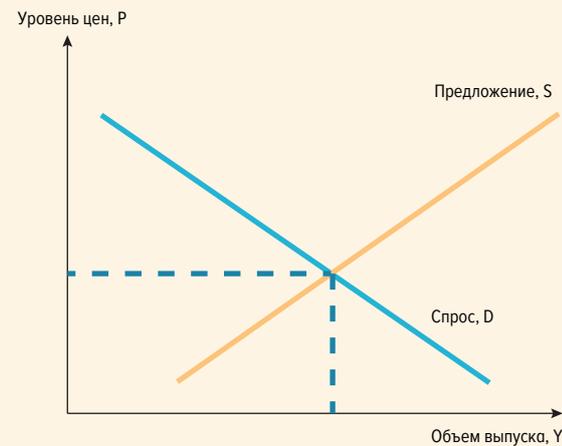
**Банк России оценивает масштаб отклонения экономики от траектории сбалансированного и устойчивого роста. Денежно-кредитная политика направлена на достижение низкой инфляции и способствует возвращению экономики на эту траекторию**

При проведении макроэкономической политики широко используются концепции долгосрочного и краткосрочного равновесия в экономике. В **долгосрочном равновесии** все ключевые показатели в экономике растут с постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами. То есть долгосрочное равновесие – это не конкретная точка, а устойчивая траектория, по которой движется экономика. **Краткосрочное равновесие** – это те уровни цен и выпуска на отдельном рынке или группе рынков, которые уравнивают текущий спрос и предложение. 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.

Рассмотрим, как выглядят кривые спроса и предложения на конкретный товар или услугу (рис. 8.1). Кривая спроса (D) показывает обратную зависимость потребления конкретного товара или услуги от его цены. Кривая предложения (S) в свою очередь иллюстрирует прямую зависимость производства/поставок этого товара от цены на рынке. Точка пересечения этих кривых – краткосрочное равновесие на конкретном рынке.

КРИВЫЕ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ОТДЕЛЬНОМ РЫНКЕ

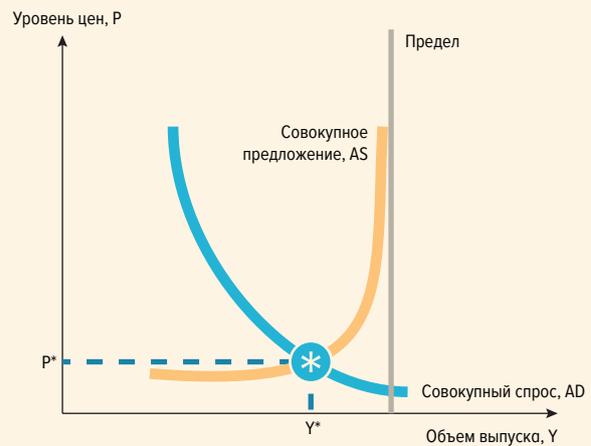
Рис. 8.1



Источник: Банк России.

КРИВЫЕ СОВОКУПНОГО СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ В ЦЕЛОМ

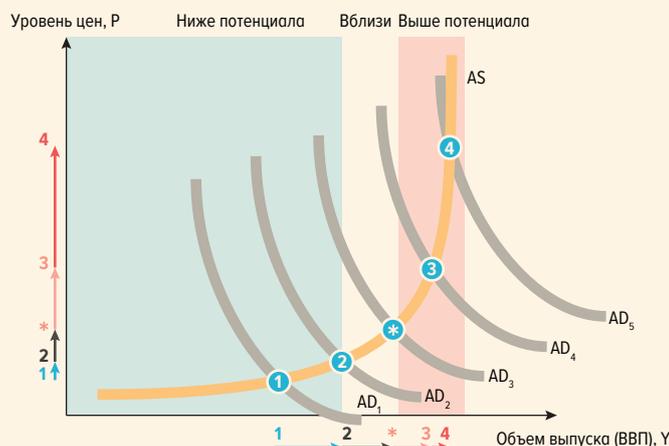
Рис. 8.2



Источник: Банк России.

СДВИГ КРИВОЙ AD ПРИ ШОКЕ СПРОСА

Рис. 8.3

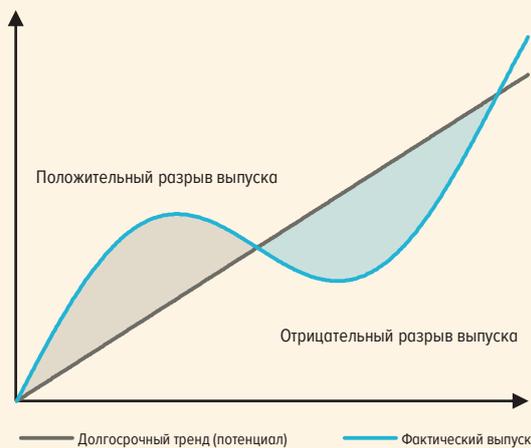


Источник: Банк России.

Чтобы получить аналогичную картину для всей экономики в целом, нужно агрегировать все индивидуальные кривые спроса и предложения по всем товарам и услугам. Можно предположить, что в общем случае картина будет похожа на индивидуальную, однако это не так. В экономике существуют ограничения, не позволяющие расширить предложение сверх определенного предела. К таким ограничениям относятся, например, жесткость рынка труда (невозможно быстро наращивать занятость во всей экономике, особенно при демографических, квалификационных, миграционных и других ограничениях), торговые и инвестиционные барьеры и так далее. Поэтому агрегированная картина для совокупного предложения будет выглядеть иначе (рис. 8.2).

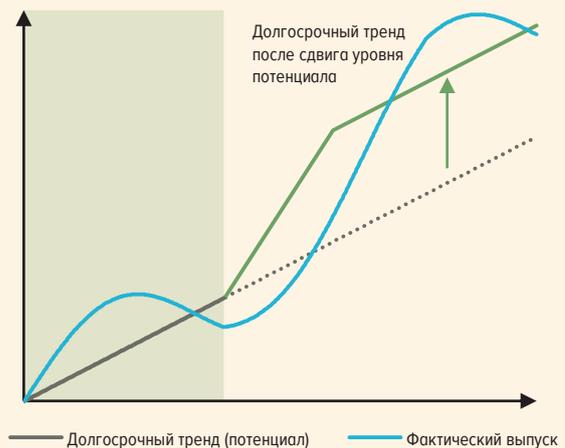
Здесь AS – кривая совокупного предложения в стране (производство плюс импорт), а AD – кривая совокупного спроса (расходы на потребление, инвестиции, государственные расходы и экспорт). В каждый момент времени наблюдается (статистически регистрируется) **только текущее равновесие** – точка пересечения двух кривых. Что происходит, если в экономике регистрируется шок спроса (например, вызванный увеличением государственных расходов)? В этом случае кривая совокупного спроса на графике сместится вправо. Инфляционные последствия при таком сценарии будут критическим образом зависеть от того, где находится экономика относительно **долгосрочного равновесия** (находится ли она выше или ниже траектории потенциального роста) (рис. 8.3).

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ТРЕНД И РАЗРЫВ ВЫПУСКА Рис. 8.4



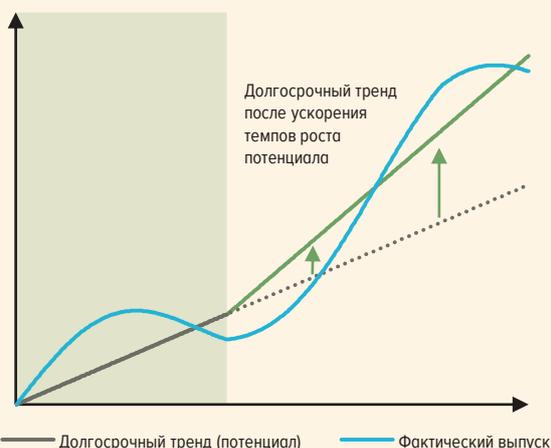
Источник: Банк России.

СДВИГ УРОВНЯ ТРЕНДА Рис. 8.5



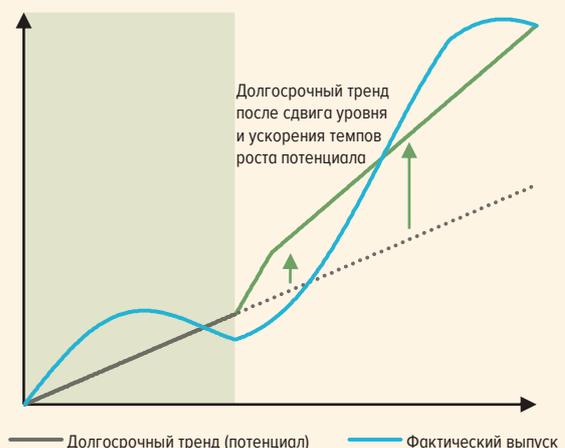
Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ТРЕНДА Рис. 8.6



Источник: Банк России.

СДВИГ УРОВНЯ И ИЗМЕНЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ТРЕНДА Рис. 8.7



Источник: Банк России.

Если экономика находится в отрицательной фазе цикла (ниже потенциала) или вблизи равновесия, совокупное предложение может относительно легко подстроиться под увеличившийся спрос, поскольку предел, связанный с ограничениями труда и капитала, еще далеко. Однако чем дальше вправо будет смещаться кривая спроса, тем более вертикальным станет отрезок кривой предложения. Соответственно, экономика будет реагировать все меньшим наращиванием выпуска и все большим ростом цен – предложение перестанет справляться. Кроме того, при длительном нахождении экономики выше траектории долгосрочного равновесия экономические агенты (компании и потребители) видят, что в экономике накапливаются дисбалансы. Из-за этого инфляционные ожидания растут, «открепляясь» от цели по инфляции. Это еще больше затрудняет замедление инфляции. Поэтому центральному банку важно не допустить, чтобы экономика слишком долго находилась в состоянии перегрева (выше потенциала), и он должен реагировать на такую ситуацию ужесточением денежно-кредитной политики.

При отсутствии внешних воздействий экономика может находиться в долгосрочном равновесии сколь угодно долго. Различные внутренние и внешние шоки циклической природы (например, рост цен на ресурсы, рост бюджетных расходов, изменений предпочтений потребителей, сокращение спроса на экспортные товары и так далее) могут приводить к отклонению экономики от потенциальной траектории – такое отклонение называется разрывом. Показателем разрыва можно характеризовать отклонения выпуска, безработицы, валютного курса и прочих макроэкономических показателей от своих долгосрочных равновесных значений.

Наиболее часто в экономической литературе говорят о разрыве выпуска (рис. 8.4). Эта ненаблюдаемая величина показывает, насколько фактический выпуск отклонился от потенциального. В свою очередь потенциальный выпуск – это такой уровень выпуска, который экономика способна произвести при полной загрузке факторов производства при существующих ресурсных, технологических и институциональных ограничениях. В практике центральных банков релевантной концепцией потенциального выпуска является уровень выпуска, не создающий про- или дезинфляционного давления, – другими словами, уровень, при котором в отсутствие новых шоков инфляция находится на целевом уровне. Потенциальный выпуск не статичен, а изменяется в зависимости от динамики факторов производства (например, роста рабочей силы, освоения новых технологий или ввода в действие нового оборудования) и скорости технологического развития, поэтому еще одна важная характеристика экономики – темп роста потенциального выпуска, или скорость, с которой со временем меняется уровень потенциального выпуска. Когда фактический темп роста выпуска из-за действия циклических шоков превышает потенциальный, то в экономике формируется положительный (проинфляционный) разрыв выпуска. Поскольку при положительном разрыве выпуска предложение не успевает расширяться вслед за спросом, то в экономике формируется повышенное инфляционное давление. Темп роста цен начинает опережать цель по инфляции, и центральный банк должен повышать ставку, чтобы спрос вернулся к равновесию с предложением. В обратном случае, когда фактический темп роста оказывается ниже потенциального, формируется отрицательный (дезинфляционный) разрыв выпуска, а темп роста цен складывается ниже цели по инфляции. В этом случае центральному банку нужно снижать ставку, чтобы спрос повысился до уровня предложения.

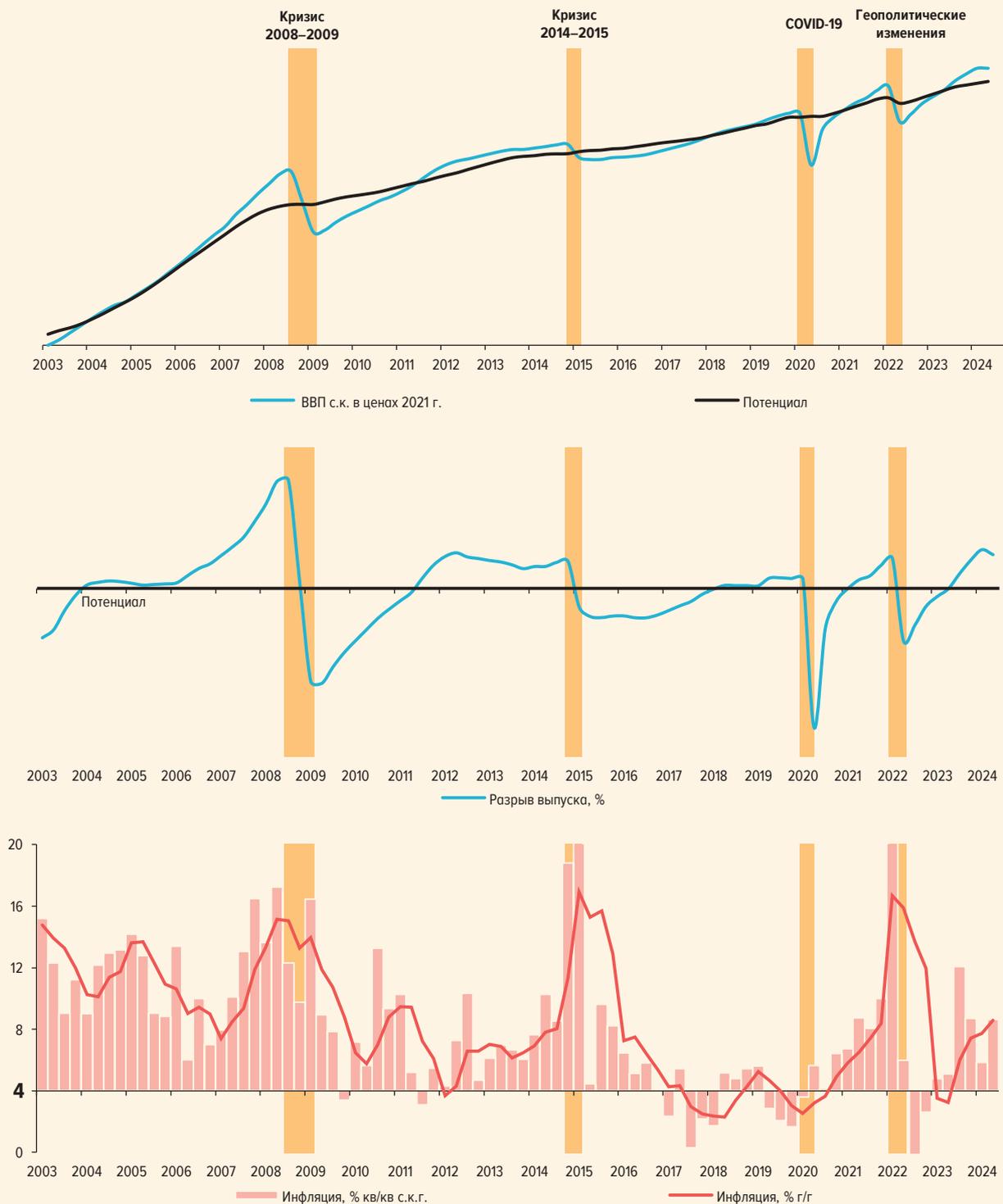
В том случае когда экономика сталкивается с масштабными структурными изменениями, то и уровень, и темп потенциального выпуска могут меняться. Действие структурных факторов приводит к изменению долгосрочного равновесия, и оценка разрыва выпуска в новых условиях может оказаться как больше, так и меньше прежней (рис. 8.5–8.7). При этом реакция центрального банка ограничена только той частью разрыва выпуска, которая показывает отклонение фактического темпа роста от нового равновесного тренда. Мерами денежно-кредитной политики (и другим инструментарием центрального банка) невозможно вернуть экономику к прежнему долгосрочному тренду.

Сдвиг уровня потенциала происходит обычно из-за разовых факторов, имеющих долгосрочное значение. К таким факторам можно отнести, например, открытие крупного месторождения природных ресурсов. В этом случае траектория долгосрочного роста сместится вверх. Возможно и обратное: например, крупное стихийное бедствие может подорвать производственные возможности экономики и сдвинуть траекторию потенциала вниз. Изменение уровня потенциала, как правило, происходит не сразу, а постепенно (траектория медленно выходит на новый уровень). Из-за этого в моменте такую ситуацию можно принять за изменение темпов роста потенциала, однако это разные сценарии.

Долгосрочное ускорение (или замедление) темпов роста всегда связано с технологическим прогрессом. Другими словами, никакие разовые факторы не способны увеличить угол роста траектории потенциала.

## ВЫПУСК, РАЗРЫВ ВЫПУСКА И ИНФЛЯЦИЯ В РОССИИ В 2003–2024 ГОДАХ

Рис. 8.8



Примечание. Декомпозиция фактического уровня ВВП на потенциал и разрыв зависит от спецификации и параметризации используемой модели. График носит иллюстративный характер и отражает логику базового сценария Банка России в части выпуска, интерпретацию исторических данных в рамках Квартальной прогнозной модели, но не должен рассматриваться как буквальное воспроизведение соответствующих количественных оценок. Кварталы, отмеченные заливкой, соответствуют периодам значительного снижения уровня ВВП (рецессий).

Источник: Банк России.

Сделать это можно только увеличением совокупной факторной производительности – созданием благоприятной среды для ведения бизнеса, совершенствованием судебной системы и качества управления, улучшением регуляторной среды, развитием технологий и так далее.

В случае комбинации описанных выше факторов возможен сценарий, при котором изменится как уровень долгосрочной траектории выпуска, так и темп ее роста. Такая ситуация, например, наблюдалась в России в 2022–2023 годах (рис. 8.8).

Ковидный кризис привел к существенному падению выпуска по всему миру, в том числе и в России. Простой производства, отложенные инвестиционные проекты, выпадение трудовых ресурсов – все это привело к снижению уровня потенциального выпуска. Однако долгосрочные темпы роста не пострадали, так как не был подорван технологический прогресс.

Период структурной трансформации, напротив, характеризовался не только снижением фактического выпуска, но и изменениями как в уровне тренда, так и в темпах его роста. С одной стороны, ограничения на потоки капитала, введение новых торговых барьеров и другие санкции привели к снижению уровня потенциала. С другой стороны, ограничения на технологический импорт и отток квалифицированных кадров снизили темпы роста ВВП в долгосрочной перспективе. Одновременно с этим рост госрасходов обеспечил быстрое восстановление фактического выпуска до уровней до начала 2022 года, что сформировало существенный положительный разрыв выпуска – экономика вошла в фазу перегрева.

Оценки разрыва выпуска входят в число факторов, учитываемых Банком России при реализации денежно-кредитной политики. Реакция со стороны макроэкономической, в том числе денежно-кредитной, политики на шоки позволяет минимизировать их последствия для экономики и способствовать ее скорейшему возвращению к своему долгосрочному равновесию.

Концепция равновесия и разрывов в основном применяется к реальным показателям – колебания выпуска относительно его потенциального уровня также называют бизнес-циклом. Однако в действительности экономика состоит не только из реальных, но и из финансовых величин. Для финансовых величин также можно оценить состояние равновесия и разрыв: наиболее часто используемым показателем является индикатор разрыва отношения общего объема кредита в экономике к ВВП<sup>1</sup>. Считается, что у финансовых величин также есть свой цикл, и он не в полной мере совпадает с бизнес-циклом.

Основное предположение заключается в том, что динамика цен на потребительские товары (то есть то, что формирует инфляционное давление) и динамика цен на финансовые активы могут потерять связь друг с другом и вести себя по-разному, а в некоторых случаях даже разнонаправленно. Это в свою очередь может приводить к накоплению дисбалансов в финансовой системе и формированию «пузырей», за которыми следуют финансовые кризисы. Например, рост производства до уровня выше потенциального (то есть положительный разрыв выпуска) часто сопровождается активным ростом финансовых рынков. Спрос какое-то время остается на прежнем уровне, поэтому потребительские цены снижаются, тогда как рост на финансовых рынках приводит к росту оценок реальных активов, которые используются в залогах при кредитовании (например, недвижимостью), – и это еще больше стимулирует кредитование, производство и в итоге потребление. При этом реальные активы не могут так же быстро расти, как растут финансовые рынки, которые к тому же могут быть движимы спекулятивными действиями. В какой-то момент финансовых ресурсов становится так много, что критерии отбора их получателей снижаются до минимума. Когда же таких заемщиков становится достаточно много, проблемы с возвратом финансовых ресурсов также становятся заметными для системы в целом и «пузырь» лопается – начинается финансовый или кредитный кризис.

При этом мягкие денежно-кредитные условия ужесточаются автономно от денежно-кредитной политики. Финансовые институты резко ужесточают условия выдачи не только для новых заемщиков, но и по отношению друг к другу, ограничивая предоставление средств на межбанковском рынке. Другими словами, кредитный кризис сопровождается кризисом доверия и ростом неопределенности. При этом экономика из состояния положительного разрыва выпуска может довольно стремительно перейти в отрицательный разрыв выпуска, то есть производить меньше, чем потенциальный

<sup>1</sup> О некоторых исследованиях вопроса в Банке России можно посмотреть в работах: (1) Дерюгина Е., Пономаренко А. [Определение фазы кредитного цикла в реальном времени в странах с формирующимися рынками](#). Серия докладов об экономических исследованиях. № 17. Январь 2017 года; (2) Дерюгина Е., Пономаренко А., Рожкова А. [Когда оценки кредитных разрывов являются достоверными?](#) Серия докладов об экономических исследованиях. № 34. Июль 2018 года; (3) Козловцева И., Пономаренко А., Синяков А., Татаринцев С. [Контрциклическая политика и финансовая стабильность в малой открытой экономике страны-экспортера природных ресурсов](#). Серия докладов об экономических исследованиях. № 42. Июнь 2019 года; (4) Пономаренко А., Татаринцев С. [Включение индикаторов финансового развития в системы раннего предупреждения](#). Серия докладов об экономических исследованиях. № 58. Июль 2020 года.

уровень. Для возвращения экономики к потенциалу требуется смягчить денежно-кредитные условия и поддержать деловые и потребительские настроения. Поэтому центральный банк снижает ставку, а также при необходимости предоставляет банкам дополнительные средства (на возвратной основе), тем самым компенсируя снижение функциональности межбанковского механизма.

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

## РАЗДЕЛ 4. ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2024 ГОДУ И 2025–2027 ГОДАХ

**Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России – поддержание краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. Текущая операционная процедура позволяет эффективно управлять ставками денежного рынка при любой ситуации с ликвидностью в банковском секторе**

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

Операционной целью денежно-кредитной политики Банка России остается поддержание ставок овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки. Основным индикатором стоимости заимствования в этом сегменте рынка или операционным ориентиром денежно-кредитной политики является средневзвешенная процентная ставка необеспеченных однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях – RUONIA (Ruble Overnight Index Average)<sup>1</sup>. Это ставка на наиболее короткий срок, поэтому ее уровень не зависит от премии за срочность. К тому же на процентные ставки в этом сегменте не влияют стоимость и доступность ценных бумаг или иностранной валюты, которые необходимы для заключения сделок в обеспеченных сегментах денежного рынка. В результате значения RUONIA определяются потребностью кредитных организаций в привлечении или размещении средств. Таким образом, Банк России, предоставляя или абсорбируя ликвидность кредитных организаций, напрямую воздействует на ставку RUONIA. При этом однодневные ставки являются отправной точкой трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Это позволяет транслировать в экономику сигнал денежно-кредитной политики.

Для достижения операционной цели денежно-кредитной политики Банк России использует систему инструментов, которая включает обязательные резервы, аукционы и операции постоянного действия по предоставлению и абсорбированию ликвидности<sup>2</sup>. Основные операции денежно-кредитной политики – это недельные аукционы. Лимит (максимальный объем предоставляемых или привлекаемых Банком России средств) определяется исходя из прогноза ликвидности. После проведения аукциона объем ликвидности в банковском секторе в среднем в течение предстоящей недели должен быть равен объему средств, который нужен банкам для выполнения обязательных резервных требований, а также для проведения платежей и расчетов. Ключевая ставка – это минимальная ставка на недельном аукционе предоставления ликвидности и максимальная – на аукционе абсорбирования ликвидности. Она расположена в центре процентного коридора, границы которого формируют ставки по операциям постоянного действия Банка России. Такой процентный коридор называется симметричным.

В результате банки с избытком ликвидности могут размещать средства либо на денежном рынке, либо на депозитах постоянного действия по ставке, равной нижней границе процентного коридора. Аналогично банки с недостатком ликвидности могут привлечь ликвидность или на рынке, или у Банка России по ставке, равной верхней границе процентного коридора.

<sup>1</sup> Подробнее см. Яцык О. и др. [«Операционная процедура денежно-кредитной политики»](#). Аналитическая записка, 2023 год.

<sup>2</sup> Здесь и далее под ликвидностью понимаются средства, размещенные банками на корсчетах в Банке России.

Если Банк России правильно установил лимит аукциона и он был выбран полностью, предложение средств на денежном рынке будет равно спросу. Благодаря симметричному процентному коридору ставки, по которым участники денежного рынка готовы заключать сделки друг с другом, будут близки к центру коридора, то есть к ключевой ставке. Банк России, выстраивая операционную процедуру денежно-кредитной политики, стремится ограничить избыточную волатильность ставок денежного рынка и создать стимулы для кредитных организаций заключать сделки на денежном рынке. С учетом этих задач установлена ширина процентного коридора, которая составляет 200 базисных пунктов. Как показывает мировой опыт, слишком узкий процентный коридор лишает кредитные организации стимула заключать сделки на денежном рынке, поскольку сокращаются их издержки при использовании операций постоянного действия центрального банка. В то же время слишком широкий процентный коридор допускает большую волатильность ставок денежного рынка.

В рамках режима таргетирования инфляции обязательные резервы – это инструмент, который обеспечивает предсказуемость спроса кредитных организаций на ликвидность. Это дает Банку России возможность проводить свои основные операции на еженедельной основе и не прибегать к ежедневным операциям по предоставлению и абсорбированию ликвидности. При этом кредитные организации имеют право поддерживать требуемый объем обязательных резервов на счетах в Банке России не ежедневно, а только в среднем за период усреднения. Такой механизм позволяет кредитным организациям гибко управлять своей ликвидностью, не заимствовать и не размещать средства на рынке по завышенным или, напротив, заниженным ставкам<sup>3</sup>.

При необходимости Банк России может принять решение о проведении операций «тонкой настройки» – депозитных аукционов или аукционов репо на сроки от 1 до 6 дней. Выстроенная Банком России операционная процедура создает стимулы для кредитных организаций эффективно управлять своей ликвидностью и не полагаться избыточно на операции постоянного действия Банка России.

### Основной и дополнительный механизмы предоставления ликвидности

С 16 октября 2023 года Банк России проводит операции предоставления ликвидности в рамках основного и дополнительного механизмов (ОМ и ДМ). Однако подходы Банка России к управлению ликвидностью и ставками денежного рынка из-за этого не изменились. Условия проведения операций (ставка, обеспечение, сроки) в рамках каждого из указанных механизмов различаются в зависимости от цели привлечения средств кредитной организацией. Задача операций ОМ – обеспечить достижение операционной цели денежно-кредитной политики, то есть поддержать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки. В качестве обеспечения по операциям ОМ Банк России принимает облигации Российской Федерации и облигации Банка России, а также включенные в Ломбардный список корпоративные, субфедеральные и муниципальные облигации при наличии у эмитента как минимум двух кредитных рейтингов «АА-» кредитных рейтинговых агентств АКРА (АО), АО «Эксперт РА», ООО «НКР» и ООО «НРА». Также в качестве обеспечения по операциям ОМ могут быть использованы права требования по кредитным договорам, если у обязанного лица есть не менее двух кредитных рейтингов «АА-». Под высококачественное обеспечение банки имеют возможность привлечь ликвидность в рамках аукционов репо на срок 1 неделя, операций «тонкой настройки», аукционов репо на сроки 1 месяц и 1 год, операций постоянного действия сроком 1 день, а также кредиты под нерыночные активы на сроки до 3 месяцев. В рамках операций ДМ Банк России предоставляет ликвидность

<sup>3</sup> Механизм усреднения предполагает, что кредитные организации должны поддерживать нормативный объем средств на корреспондентских счетах не каждый вечер, а только в среднем за период усреднения (4–5 недель). Подробнее см. Яцык О. и др. «Обязательные резервы в Банке России». Аналитическая записка, 2023 год.

кредитным организациям, которые не располагают достаточным объемом обеспечения, отвечающего требованиям ОМ. В качестве обеспечения по операциям ДМ кредитные организации могут использовать все остальные ценные бумаги и права требования по кредитным договорам, включенные в общий пул обеспечения, принимаемого Банком России. В то же время ликвидность в рамках этих операций Банк России предоставляет по более высоким ставкам (+1,75 п.п. к ключевой ставке) и на сроки до 6 месяцев. Кредитные организации самостоятельно принимают решение, в рамках каких операций им привлекать средства. Внутриведенные кредиты банки могут привлекать под все доступное по кредитам ОМ и ДМ обеспечение.

После перехода к ОМ и ДМ Банк России продолжил придерживаться контрциклического подхода к обеспечению по своим операциям. Это означает, что при повышении потребности банковского сектора в привлечении ликвидности Банк России может расширить перечень обеспечения в рамках ОМ, в первую очередь за счет активов, доступных в рамках ДМ. Переход на ОМ и ДМ сделал процедуру изменения требований к составу обеспечения более гибкой. Обеспечение в рамках ДМ позволяет сформировать необходимый запас активов и в случае изменения ситуации с ликвидностью практически мгновенно переместить активы в ОМ.

### Планы по совершенствованию операционной процедуры и другие изменения

Банк России продолжит развитие платежной системы Банка России (ПС БР) в направлении ежедневной и круглосуточной доступности для банков и их клиентов сервиса осуществления срочного и несрочного перевода денежных средств.

При переходе на новый формат работы ПС БР предполагается изменение графика операций предоставления и абсорбирования ликвидности. Планируемые изменения позволят повысить возможности банков по управлению ликвидностью. В результате возрастет устойчивость всего финансового сектора к резким изменениям уровня ликвидности.

Кроме того, запланировано создание единого пула активов – ценных бумаг и прав требования по кредитным договорам. Это позволит банкам в начале нового операционного дня использовать для проведения платежей клиентов весь доступный объем внутриведенного кредита, то есть использовать обеспечение, доступное для любых кредитов центрального банка. При этом подходы к управлению ликвидностью банков и механизмы предоставления средств останутся прежними. Банк России начал обсуждение предлагаемых изменений с банковским сообществом и продолжит его со всеми заинтересованными сторонами. По итогам этого обсуждения Банк России примет решение о параметрах своих операций.

В 2024 году Банк России продолжил пилотирование операций с цифровым рублем. По итогам будет принято решение о его введении. Появление третьей формы национальной валюты – цифрового рубля – скажется на состоянии ликвидности банковского сектора (см. приложение 8 [«Влияние цифрового рубля на денежно-кредитную политику»](#)). Однако это влияние будет ограниченным и растянутым во времени. Спрос населения и организаций на цифровой рубль Банк России будет учитывать при проведении операций предоставления и абсорбирования ликвидности, чтобы поддерживать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки. В части применения обязательных резервных требований предусмотрено включение остатков счетов цифрового рубля кредитных организаций (наряду с наличными средствами в их кассах) в величину средств, исключаемых при расчете размера обязательных резервов в валюте Российской Федерации. Они будут исключаться в пределах 25% от размера обязательных резервов в рублях, рассчитанного до его уменьшения на указанную величину. Эта норма вступит в силу 01.01.2025. Введение цифрового рубля не повлияет на операционную процедуру Банка России, могут измениться только объемы и направленность операций Банка России.

В дальнейшем Банк России рассмотрит возможность включения обязательств по выпущенным цифровым финансовым активам в состав резервируемых обязательств кредитных организаций по аналогии с другими инструментами привлечения средств.

Банк России планирует проработать вопрос создания отдельного экстренного механизма предоставления ликвидности участникам финансового рынка, не являющимся кредитными организациями. Такой механизм будет носить антикризисный характер и запускаться Банком России на ограниченный период времени. Проведение таких операций предполагается организовать на базе биржевой инфраструктуры.

## В 2024 году Банк России достигал операционную цель денежно-кредитной политики

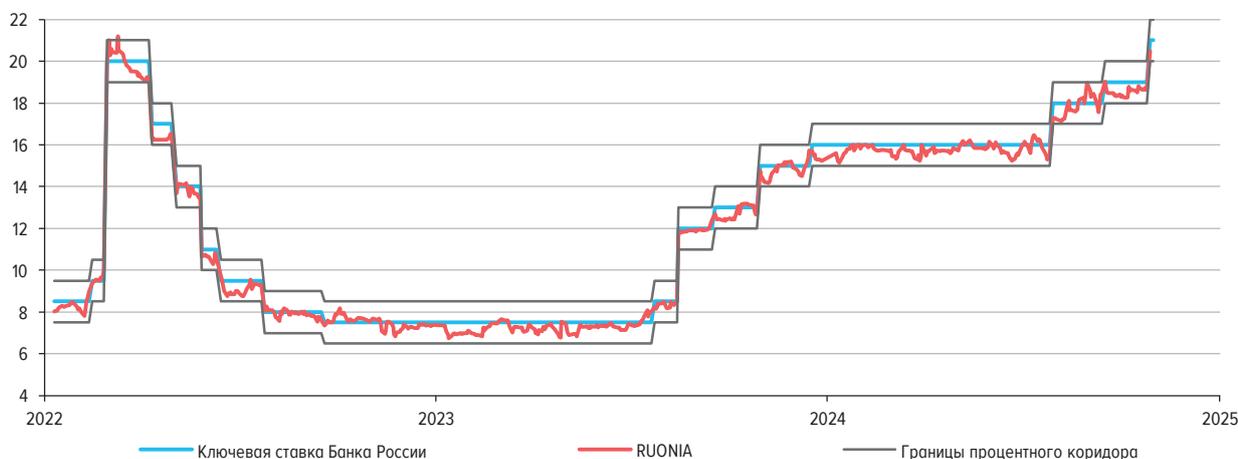
Операционная процедура Банка России является эффективной с точки зрения достижения целей денежно-кредитной политики: с одной стороны, ставки денежного рынка остаются вблизи ключевой ставки, что составляет операционную цель денежно-кредитной политики Банка России; с другой стороны, Банк России формирует стимулы для кредитных организаций заключать сделки на денежном рынке.

В 2024 году однодневные ставки денежного рынка находились преимущественно в нижней половине процентного коридора. Среднее отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки Банка России (спред) в январе – сентябре 2024 года составило -23 базисных пункта. Это соответствует среднему значению за 2023 год. При этом волатильность спреда за январь – сентябрь 2024 года возросла до 33 б.п. (за 2023 год: 28 б.п.).

В начале 2024 года структурный профицит ликвидности заметно вырос и в среднем за январский период усреднения обязательных резервов (ПУ)<sup>4</sup> составил 1,7 трлн рублей. Это было связано с притоком бюджетных средств и сезонным возвратом наличных денег в банки. Однако, в отличие от прошлого года, эта ликвидность довольно быстро распределилась между кредитными организациями. В результате банки выполнили усреднение обязательных резервов (ОР) более равномерно, чем в декабре. Кроме того, вырос спрос в сегменте репо Московской Биржи. Это привело к тому, что спрос заемщиков на средства овернайт в сегменте МБК был

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 4.1

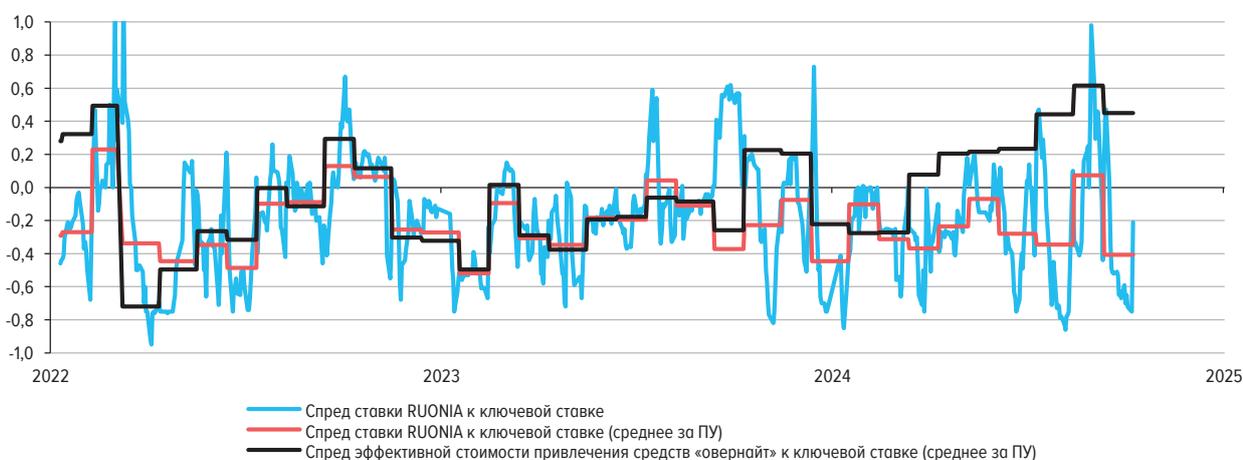


Источник: Банк России.

<sup>4</sup> Январский ПУ – с 17.01.2024 по 23.02.2024.

СПРЕД СТАВКИ RUONIA И ЭФФЕКТИВНОЙ СТОИМОСТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ОВЕРНАЙТ К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ (п.п.)

Рис. 4.2



Источник: Банк России.

более предсказуемым. Поэтому уже в январском ПУ отрицательный спред RUONIA к ключевой ставке сузился и составил в среднем -10 б.п. (в декабрьском ПУ<sup>5</sup>: -45 б.п.).

С февральского ПУ, несмотря на начавшееся сокращение профицита ликвидности, средний спред расширился. Это было вызвано отменой с 1 марта 2024 года послаблений по нормативу краткосрочной ликвидности (НКЛ). К этому моменту не все системно значимые кредитные организации (СЗКО) смогли привести структуру своих балансов в соответствие с нормативными требованиями. Поэтому трансформация балансов банков продолжилась и после 1 марта. Для выполнения НКЛ банки увеличили объемы заимствований на денежном рынке на сроки свыше овернайт и привлечение кредитов Банка России (подробнее см. врезку 9 «[Влияние НКЛ на операции банков и ситуацию на денежном рынке](#)»). Это в свою очередь снизило их потребность в краткосрочных заимствованиях в сегменте МБК и оказало понижающее давление на RUONIA. По мере адаптации банковского сектора к новым регуляторным требованиям спред сужался и уже в майском ПУ составил в среднем -7 базисных пунктов. В июньском ПУ на временный рост волатильности и расширение спреда повлияло плановое сокращение доступной величины безотзывной кредитной линии (БКЛ).

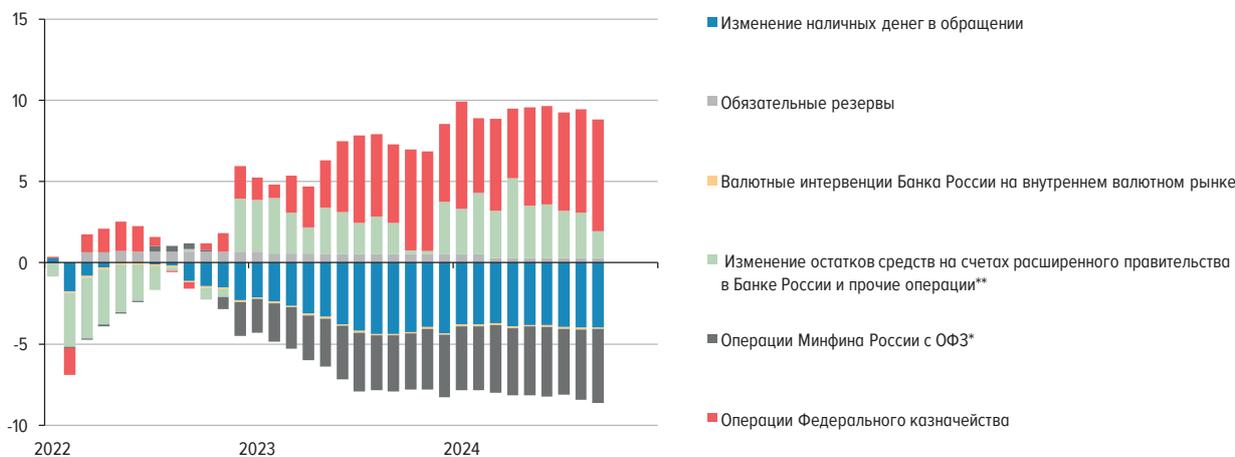
Значимым фактором формирования ликвидности в 2024 году, как и в предыдущие годы, были операции бюджета. В январе они привели к росту структурного профицита ликвидности, поскольку через бюджетные расходы, а также депозиты и репо ФК в банки продолжили поступать средства, которые были зачислены на бюджетные счета в Банке России еще в декабре прошлого года. Тогда была конвертирована часть средств ФНБ, в том числе 2,9 трлн рублей сверх бюджетного правила. Однако одновременно с этим с января Банк России возобновил проведение операций на внутреннем валютном рынке, связанных с пополнением и использованием средств ФНБ, в том числе с учетом всех операций, осуществленных со средствами ФНБ в 2023 году. При этом если зеркалирование текущих операций Минфина России в рамках бюджетного правила оказывало нейтральное влияние на ликвидность, то отложенные операции приводили к оттоку ликвидности из банковского сектора (см. врезку 6 «[Операции Банка России на валютном рынке](#)»). В результате с февральского ПУ профицит постепенно снижался.

В 2024 году ФК продолжило совершенствоваться и активно использовать инструменты размещения временно свободных бюджетных средств в кредитных организациях. Так,

<sup>5</sup> Декабрьский ПУ 2023 года – с 13.12.2023 по 16.01.2024.

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА  
(НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ, ТРЛН РУБ.)

Рис. 4.3



\* Без учета купонных выплат.

\*\* Без учета операций по депозитам и репо ФК и операций Минфина России с ОФЗ, включая операции Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке и прочие операции.

Источник: Банк России.

использовался механизм размещения средств на длительный срок на банковских пополняемых депозитах, возросло использование операций по размещению остатков на счетах до востребования. В результате средний остаток на едином казначейском счете (ЕКС) в Банке России снизился и стал более стабильным. Депозиты и репо ФК позволяют как компенсировать оттоки средств, которые банки перечисляют на ЕКС в форме налогов, дивидендов, покупки ОФЗ и других платежей в бюджет, так и снизить влияние притоков в виде расходов. Это делает влияние бюджетных операций на ликвидность более предсказуемым и менее волатильным.

Еще одним фактором, обусловившим приток ликвидности в банковский сектор в первом полугодии 2024 года, стал возврат наличных денег в банки. Это связано с общей нормализацией спроса на наличные деньги, а также с сохранением привлекательных ставок по депозитам. В целом доля наличных денег в общем объеме денежной массы с начала года снизилась к началу сентября на 1,6 п.п., до 15,8%.

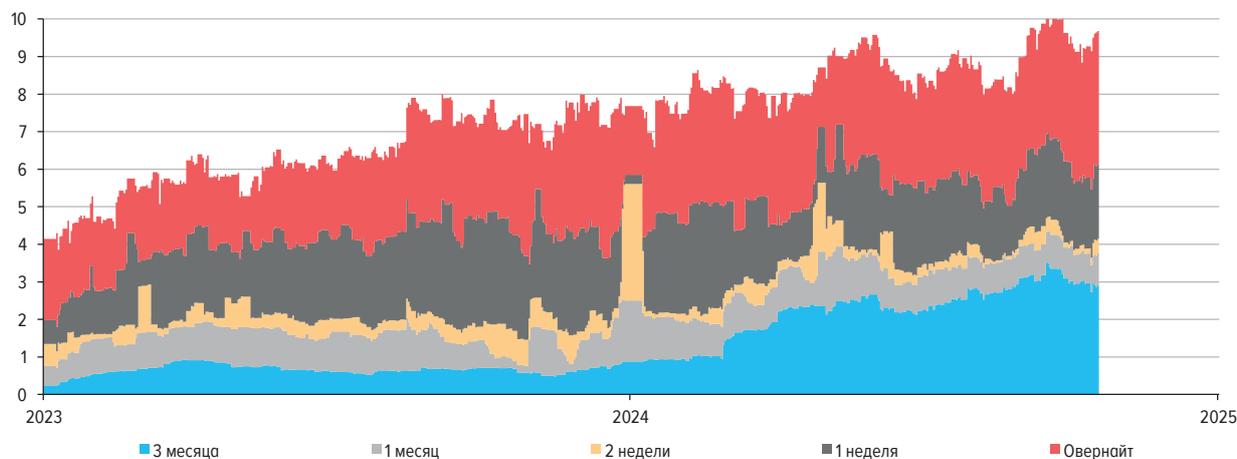
Обязательные резервы, которые кредитные организации должны поддерживать в Банке России, в январе – сентябре возросли на 0,5 трлн рублей. Причиной тому был рост объема депозитов в банках и, как следствие, резервируемых обязательств. Это увеличило спрос кредитных организаций на ликвидность Банка России. Итоги регулирования ОР за август показали, что доля обязательств в рублях возросла до 88% резервируемых обязательств, в валютах дружественных стран – до 6%.

Банк России в 2024 году проводил основные операции в форме депозитных аукционов для абсорбирования избыточной ликвидности. По мере сокращения профицита ликвидности в банковском секторе Банк России снижал лимиты депозитных аукционов. Однако после отмены послаблений по НКЛ банки начали активно привлекать кредиты постоянного действия, и Банк России, чтобы абсорбировать этот приток ликвидности, вновь увеличил лимиты депозитных аукционов.

Кроме того, в 2024 году банки сохраняли спрос на депозиты Банка России постоянного действия. Эти операции также учитываются при определении лимитов на аукционах Банка России, поэтому не влияют на достижение операционной цели денежно-кредитной политики. При этом спрос на двусторонние операции постоянного действия, то есть одновременно и на кредиты, и на депозиты центрального банка, ограничивает объем денежных средств, которые могут быть распределены на денежном рынке. Однако разница в процентных ставках

ОТКРЫТЫЕ ПОЗИЦИИ НА СРОКИ ДО 3 МЕСЯЦЕВ В СЕГМЕНТАХ МБК И РЕПО ДЕНЕЖНОГО РЫНКА (ТРЛН РУБ.)

Рис. 4.4



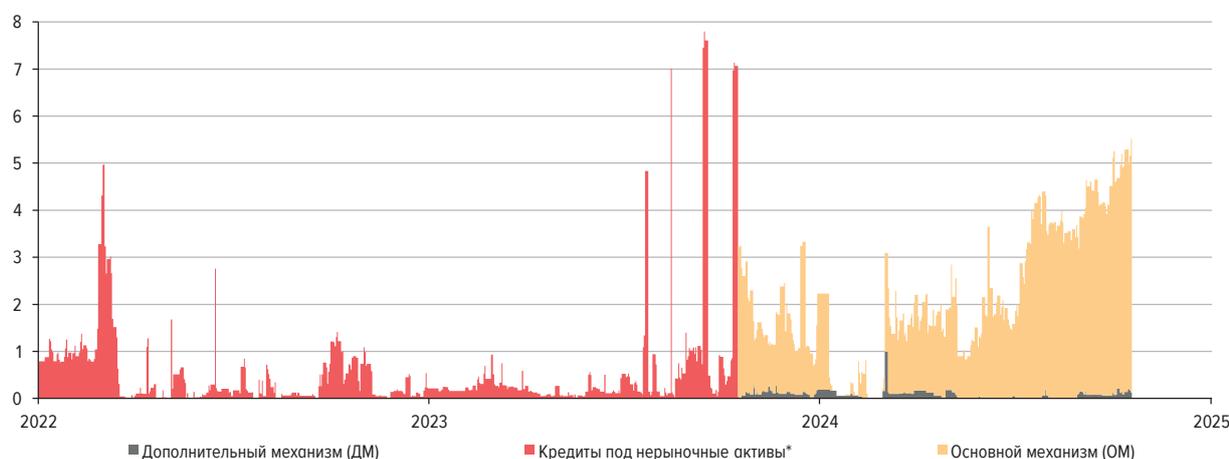
Источник: Банк России.

по этим операциям, то есть ширина процентного коридора Банка России в 200 б.п., сохраняет стимулы для кредитных организаций совершать сделки друг с другом по ставкам, близким к ключевой ставке. Так, объем открытых позиций банков в сегментах МБК и репо в 2024 году продолжил увеличиваться. Активный денежный рынок помогает лучше транслировать сигналы денежно-кредитной политики в ставки в экономике и служит важным индикатором ситуации с ликвидностью в банковском секторе.

Кредитные организации с 4 марта 2024 года получили возможность досрочно возвращать средства, размещенные на депозитах в Банке России по итогам аукционов на сроки более 1 дня. На досрочно возвращаемую сумму депозита начисляются проценты, равные ставке по депозитам овернайт, применявшейся в день, за который начисляются проценты. Таким образом, кредитная организация получает доход от депозита, который она забрала досрочно, в сумме, эквивалентной плате за депозиты постоянного действия. Это позволяет банкам более гибко управлять собственной ликвидностью и иметь возможность при необходимости воспользоваться своими средствами. При этом сохраняются стимулы прибегать к досрочному возврату средств только

КРЕДИТЫ БАНКА РОССИИ ПОД НЕРЫНОЧНЫЕ АКТИВЫ (ТРЛН РУБ.)

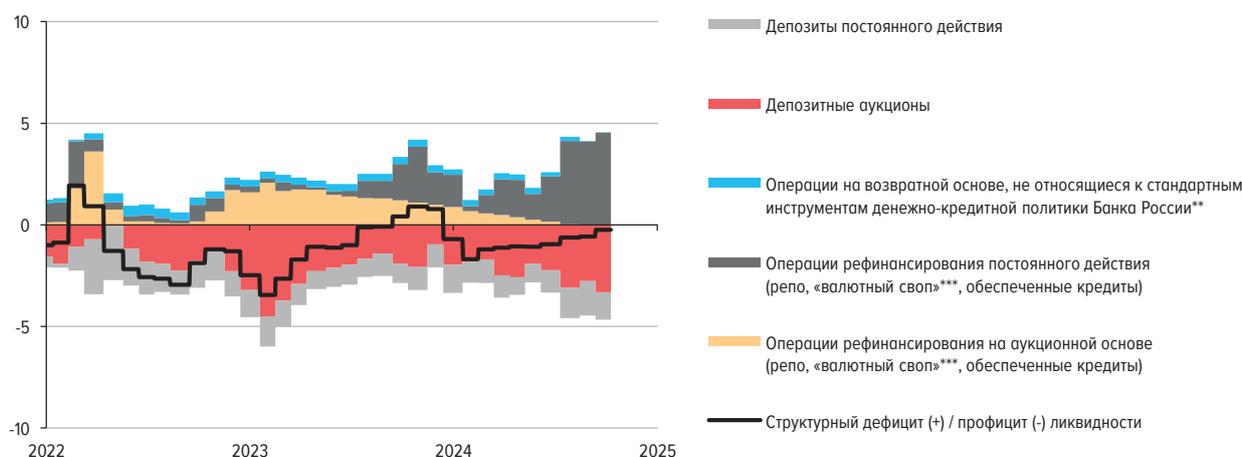
Рис. 4.5



\* Требования по кредитам под нерыночные активы, которые были предоставлены до введения ОМ и ДМ.  
Источник: Банк России.

СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ (СРЕДНЕЕ ЗА ПУ)\*  
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 4.6



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

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

\*\*\* «Валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли.

Источник: Банк России.

в случае крайней необходимости. Потребность в досрочном возврате недельных депозитов в 2024 году возникала у банков лишь в отдельные периоды.

В последний день ПУ Банк России продолжил проводить депозитные аукционы «тонкой настройки». Это позволило абсорбировать избыточную ликвидность банков и поддерживать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки в момент, когда механизм усреднения ОР не в полной мере позволяет банкам урегулировать временные дисбалансы спроса и предложения ликвидности. Кроме того, проведение депозитных аукционов «тонкой настройки» в другие дни ПУ поддерживало ставки денежного рынка в ситуациях, когда на поведение заемщиков и кредиторов оказывали влияние их стратегии выполнения НКЛ. Так, к примеру, при уменьшении доступной величины БКЛ в течение ПУ банки могут менять свои стратегии усреднения ОР. Снижение спроса на денежном рынке под влиянием этого фактора не всегда может быть оперативно урегулировано рыночными методами. В этом случае проведение депозитных аукционов «тонкой настройки» позволяет поддерживать ставки денежного рынка при временном сокращении спроса на ликвидность со стороны крупных заемщиков.

В начале 2024 года по мере поступления бюджетных средств банки оперативно снизили задолженность по кредитам Банка России. В январе – феврале средняя дневная задолженность по кредитам в рамках ОМ и ДМ предоставления ликвидности составила 0,5 трлн рублей. Однако с марта после отмены послаблений по НКЛ спрос на кредиты под залог нерыночных активов вырос. Преобладающая их часть пришлось на операции ОМ. Сложившаяся структура распределения предоставления ликвидности в рамках ОМ и ДМ отвечает целям трансформации механизма предоставления ликвидности.

Банк России в 2024 году не проводил аукционы репо на сроки 1 месяц и 1 год. При этом банки до середины июля постепенно, согласно графику, возвращали ранее привлеченные средства по годовым операциям. Аукционы длинного репо остаются в перечне инструментов денежно-кредитной политики Банка России и в случае необходимости могут быть использованы для предоставления кредитным организациям средств на длительный период.

## Другие операции Банка России

Помимо операций по предоставлению и абсорбированию ликвидности для управления ставками денежного рынка, Банк России предоставляет кредиты для оказания помощи приоритетным секторам экономики. Речь идет о предоставлении кредитов по ставкам ниже ключевой ставки для поддержки инвестиционных проектов, малого и среднего бизнеса, а также предприятий, экспортирующих несырьевые товары. Однако объем предоставления средств по льготным ставкам ограничен, и зачастую такие механизмы носят временный характер. Это позволяет сохранить действенность процентной политики Банка России.

Банк России в 2024 году продолжил проводить сделки «валютный своп» по продаже юаней за рубли. Цель этих операций – ограничить волатильность процентных ставок в рыночном сегменте валютных свопов при формировании временного дисбаланса в спросе и предложении ликвидности в юанях. В этой связи с 25 марта Банк России временно увеличил максимальный дневной объем операций «валютный своп» до 20 млрд юаней только в два первых и два последних рабочих дня каждого месяца. С 14 июня, после введения санкций в отношении Группы «Московская Биржа», Банк России ежедневно был готов предоставлять банкам до 20 млрд юаней, а в августе до 30 млрд юаней, что превышало спрос банков.

## Согласно прогнозу, в 2024 году банковский сектор останется в профиците ликвидности. На трехлетнем горизонте произойдет переход к дефициту, который будет постепенно увеличиваться

Профицит ликвидности в среднем за декабрьский ПУ<sup>6</sup> в 2023 году составил 0,7 трлн рублей. Это немного выше прогноза Банка России, который был опубликован в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов и представлял собой диапазон от профицита 0,4 трлн рублей до дефицита 0,5 трлн рублей.

Основным фактором отклонения был меньший, чем ожидалось, рост спроса на наличные деньги. В ноябре – декабре 2023 года на фоне притока средств граждан во вклады продолжился возврат наличных в банки. Величина этого возврата превысила прогнозные значения. Такая динамика частично компенсирует повышенные оттоки наличных денег из банков в предыдущие годы.

Приток ликвидности за счет бюджетных операций в целом соответствовал прогнозу. Влияние операций бюджета и источников финансирования бюджетного дефицита Банк России учитывает в прогнозе инфляции и решениях по денежно-кредитной политике. Поэтому дополнительных рисков для роста инфляции этот фактор не несет. При этом часть средств, которые были зачислены на бюджетные счета в Банке России в декабре, поступила в кредитные организации через бюджетные расходы, депозиты и репо ФК в начале января 2024 года. Этот календарный эффект повлиял на значение профицита на конец года, но не отразился на среднесуточном значении баланса ликвидности за ПУ. Данный показатель является более информативным для отражения долгосрочной ситуации с ликвидностью банковского сектора и меньше зависит от влияния краткосрочных и календарных факторов.

**Прогноз структурного профицита ликвидности в среднем за декабрьский ПУ 2024 года оценивается в диапазоне от 0,2 до 1,0 трлн рублей.** В зависимости от проводимой бюджетной политики и решений Банка России о зеркалировании операций со средствами ФНБ эта величина может существенно меняться. Банк России в своих оценках исходит из актуальных бюджетных проектировок Минфина России и собственных макроэкономических предпосылок (см. врезку 7

<sup>6</sup> Декабрьский ПУ 2023 года – с 13.12.2023 по 16.01.2024.

[«Бюджетная политика в 2024–2027 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику»](#)).

Предполагается, что бюджетные операции в 2024 году приведут к притоку ликвидности в банки. Это произойдет в том числе за счет использования средств ФНБ сверх бюджетного правила для финансирования части бюджетных расходов текущего года, а также за счет поступления в январе 2024 года средств, которые не успели прийти в банки в декабре прошлого года. При этом проведение в 2024 году Банком России операций на внутреннем валютном рынке, связанных с пополнением и использованием средств ФНБ, в том числе с учетом всех операций, осуществленных со средствами ФНБ в 2023 году, будет компенсировать этот бюджетный приток.

Изменение объема наличных денег в обращении по итогам 2024 года прогнозируется в диапазоне от -0,2 до 0,2 трлн рублей. Ожидается, что во втором полугодии повышенный по сравнению с сезонной динамикой возврат наличных денег в банки снизится, но продолжит влиять на динамику показателя в 2024 году.

**На трехлетнем горизонте произойдет переход от профицита к дефициту ликвидности и его постепенный рост.** В 2025–2027 годах продолжится постепенная нормализация бюджетной политики с возвратом с 2025 года к формированию расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила<sup>7</sup>. Проведение в 2025–2027 годах на внутреннем валютном рынке регулярных операций по покупке и продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила, зеркалирование операций в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России и зеркалирование операций сверх бюджетного правила, осуществленных в 2024 году, снизят влияние бюджетных операций на ликвидность банковского сектора.

Оттоку ликвидности из банков в 2025–2027 годах будет способствовать увеличение объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает постепенное снижение доли наличных денег в объеме денежной массы, в том числе за счет дальнейшего расширения практики использования безналичных расчетов. Кроме того, обязательные резервы банков будут расти в соответствии с общим увеличением широкой денежной массы.

<sup>7</sup> В соответствии с бюджетным правилом предельный объем расходов федерального бюджета определяется при базовых нефтегазовых доходах, рассчитанных на равновесных ценах на нефть 60 долларов США за баррель и газ 250 долларов США за тысячу куб. м.

## ВРЕЗКА 9. ВЛИЯНИЕ НКЛ НА ОПЕРАЦИИ БАНКОВ И СИТУАЦИЮ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

**Отмена регуляторных послаблений и прогрессивное ужесточение требований по НКЛ призваны стимулировать банки улучшать структуру своих балансов и действует как дополнительный автономный фактор ужесточения денежно-кредитных условий**

Норматив краткосрочной ликвидности (норматив Н26 (Н27), или НКЛ) – обязательный для системно значимых кредитных организаций (СЗКО) норматив Банка России, который характеризует способность банков выдерживать стрессовые оттоки денежных средств в ближайшие 30 дней<sup>1</sup>. НКЛ без учета дополнительных опций соблюдения норматива<sup>2</sup> рассчитывается как отношение высоколиквидных активов (ВЛА) к чистым ожидаемым оттокам денежных средств (ЧООДС) в течение 30 календарных дней.

$$\text{НКЛ (Н26, (Н27))} = \frac{\text{ВЛА}}{\text{ЧООДС}} * 100\% = \frac{\text{ВЛА}}{\text{ООДС} - \min(\text{ОПДС}; 0,75 * \text{ООДС})} * 100\%,$$

где:

ОПДС – ожидаемые притоки денежных средств;

ООДС – ожидаемые оттоки денежных средств.

К ВЛА относятся средства банков в Банке России до востребования и на 1 день, средства в кассах и необремененные высококачественные и ликвидные ценные бумаги. Эти активы банки довольно быстро могут использовать для привлечения необходимой ликвидности, проведения платежей и расчетов. К ЧООДС в основном относятся средства клиентов и обязательства условного характера.

В результате НКЛ на уровне от 100% и выше показывает, что у банков достаточно высоколиквидных активов, чтобы максимально оперативно покрыть возможные оттоки клиентских средств.

Банки могут улучшить значение НКЛ путем изменения структуры своих балансов. Для этого они могут увеличить объем ВЛА или сократить ЧООДС за счет привлечения более стабильного и долгосрочного фондирования. Отдельные операции, регулярно используемые банками для привлечения ликвидности, нейтральны для НКЛ (табл. 9.1). Например, привлечение средств в сегменте необеспеченного межбанковского кредитования (МБК) улучшает НКЛ, только если до погашения сделки остается более 30 дней, а операции репо под обеспечение ОФЗ практически нейтральны для норматива вне зависимости от срочности сделки. Кроме того, для выполнения норматива банк может ограничить темпы роста баланса, увеличивая долю ВЛА в структуре активов за счет сокращения кредитного портфеля, или принять меры по привлечению средств физических и юридических лиц.

Табл. 9.1

Вид операций		Влияние на НКЛ	Оценка влияния на ВЛА (скорректированная на изменение ЧООДС)
Привлечение средств (в объеме X) и размещение в ВЛА-1 (корсчет в Банке России)			
МБК	Срочность до 30 дней	■	–
	Срочность более 30 дней	↑	ΔВЛА = +X × 100%
Репо	Под обеспечение ВЛА-1 на любой срок	■	–
	Под обеспечение не ВЛА-1 до 30 дней	■	ΔВЛА зависит от нормативного и биржевого дисконтов
	Под обеспечение не ВЛА более 30 дней	↑	ΔВЛА = +X × 100%
Средства государственных органов	Обеспеченные ВЛА операции (репо ФК)	■	–*
	Операции без обеспечения (депозиты субъектов, ФК) до 30 дней / более 30 дней	↑	ΔВЛА = +X × 60% / ΔВЛА = +X × 100%
Средства ЮЛ/ФЛ	ЮЛ до 30 дней / более 30 дней	↑	ΔВЛА = +X × 60% / ΔВЛА = +X × 100%
	ФЛ	↑	ΔВЛА = +X × 90%
Операции с Банком России	Кредиты Банка России на любой срок	↑	ΔВЛА = +X × 100%
	Репо Банка России на любой срок	■	–

\* Влияние на ВЛА небольшое, поскольку основная часть операций репо с ФК осуществляется под обеспечение ОФЗ. Операции под обеспечение прочими ценными бумагами проводятся в небольшом объеме.

<sup>1</sup> Подробнее о методологии расчета норматива см. положения Банка России № 421-П, № 510-П.

<sup>2</sup> Безотзывная кредитная линия Банка России и активы СЗКО и участников группы, номинированные в отдельных иностранных валютах в части, превышающей отток в этих валютах.

Начиная с 1 марта 2024 года Банк России завершил действовавшие с 2022 года послабления по соблюдению НКЛ. В связи с ростом волатильности на финансовых рынках, резким оттоком средств клиентов и сокращением срочности их депозитов весной 2022 года значения НКЛ ряда банков ухудшились, и Банк России временно ввел послабление в отношении этого норматива. Однако к 2024 году банки существенно повысили свою финансовую устойчивость и прибыльность. Послабления по НКЛ выполнили свою поддерживающую функцию, поэтому Банк России отказался от их продления в начале 2024 года. Возврат к соблюдению НКЛ стимулирует СЗКО к формированию буфера ВЛА и улучшению структуры своих обязательств.

Изменение структуры клиентской части баланса банка может занять достаточно продолжительное время. Чтобы дать СЗКО возможность бесшовно отказаться от послаблений, Банк России заблаговременно, в декабре 2023 года, уточнил существовавший ранее механизм БКЛ так, чтобы стимулировать банки самостоятельно поддерживать НКЛ на уровне 80%<sup>3</sup>. С этой целью Банк России установил дифференцированную плату за право пользования БКЛ. Часть лимита БКЛ, позволяющая кредитной организации увеличить НКЛ с 80 до 100% оплачивается по ставке 0,1% годовых. Оставшаяся часть лимита – по ставке 1,5% годовых. В итоге в 2024 году большинство СЗКО использовали БКЛ в основном для повышения НКЛ свыше 80%. Величина доступной БКЛ для повышения НКЛ до уровня 100% планомерно сокращается раз в полугодие<sup>4</sup>.

С начала 2024 года СЗКО стремились улучшить НКЛ в первую очередь за счет мер, которые требуют меньше времени на их реализацию и затрагивают небольшую часть баланса банка. Во-первых, СЗКО значительно увеличили объем привлечений на денежном рынке на сроки свыше 30 дней. Сделки совершались как в сегменте МБК, так и при помощи операций репо под обеспечение активами, не входящими в состав ВЛА. Во-вторых, отмена послаблений по НКЛ повлияла на спрос кредитных организаций на депозиты и репо с Федеральным казначейством (ФК). Банки существенно сократили свой спрос на операции репо под залог ОФЗ. В результате основной объем средств ФК размещало через депозитные аукционы. Наиболее востребованы у СЗКО были депозиты на сроки свыше 30 дней. Спрос на таких отборах заявок в 1,5–2 раза превышал предложение, что способствовало повышению ставок по их итогам. В-третьих, аналогично депозитам ФК системно значимые кредитные организации увеличили спрос на средства бюджетов субъектов Российской Федерации. Так, ставки размещения средств на депозитных аукционах Департамента финансов г. Москвы существенно выросли в первом полугодии 2024 года.

СЗКО используют кредиты Банка России под залог нерыночных активов в качестве балансирующей статьи для компенсации недостатка ВЛА, который был не полностью покрыт за счет других источников. С марта 2024 года спрос на кредиты вырос, и в среднем в день в период с марта по середину октября задолженность банков по этим операциям составила 2,8 трлн рублей. Преобладающая ее часть пришлась на ОМ. При наличии достаточного объема обеспечения кредиты Банка России доступны банкам на постоянной основе, но из-за высокой стоимости СЗКО стараются их привлекать в последнюю очередь.

Банк России с помощью своих аукционов регулирует общий объем ликвидности в банковском секторе. При этом перетоки средств между банками (например, в результате клиентских операций) могут повлиять на НКЛ отдельных СЗКО и, следовательно, на их спрос на кредиты Банка России постоянного действия. Объем этих операций может меняться непредсказуемо для Банка России, влияя на предложение ликвидности. Это может снизить эффективность управления ликвидностью Банком России. Однако механизм усреднения обязательных резервов в значительной степени компенсирует такие временные дисбалансы ликвидности в банковском секторе и минимизирует их влияние на ставки денежного рынка.

<sup>3</sup> Банк России допускает включение в расчет НКЛ дополнительных активов (требований). В частности, СЗКО могут включать в числитель НКЛ безотзывную кредитную линию, открытую Банком России в соответствии с заключенным договором. БКЛ дает банкам право привлечь ликвидность у Банка России в соответствии с условиями ОМ и ДМ, при этом в момент открытия БКЛ не требует предварительного внесения обеспечения. Плата за лимит БКЛ должна стимулировать СЗКО улучшать структуру своих балансов.

<sup>4</sup> СЗКО самостоятельно (без БКЛ) должны обеспечивать соблюдение НКЛ на следующем уровне: не менее 40% с 01.03.2024; не менее 50% с 01.07.2024; не менее 60% с 01.01.2025; не менее 70% с 01.07.2025; не менее 80% с 01.01.2026.

ОБЪЕМ И СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ ОВЕРНАЙТ (СРЕДНЕЕ ПО ПУ)

Рис. 9.1



\* Действующий до 16.10.2023 стандартный механизм предоставления ликвидности учтен в операциях OM.  
Источник: Банк России.

В случае если потребность СЗКО в нормативной (для соблюдения НКЛ) и физической (для выполнения обязательных резервных требований) ликвидности совпадает, они могут быть менее заинтересованы привлекать средства в сегменте МБК на сроки до 30 дней, поскольку такие операции не позволяют улучшить НКЛ. Это может приводить к снижению ставок денежного рынка внутри процентного коридора. Подобная ситуация наблюдалась в отдельные периоды в марте и в июне текущего года, когда ставка RUONIA отклонялась вниз от ключевой ставки (рис. 9.1). Однако это не говорит о снижении стоимости привлечения краткосрочной ликвидности для банков: эффективная стоимость коротких денег (то есть с учетом стоимости привлечения средств за счет стандартных операций Банка России) даже при сохранении отрицательного спреда к RUONIA остается высокой. С марта этот показатель формировался в основном с премией 20–40 б.п. к ключевой ставке.

Необходимость для СЗКО соблюдать НКЛ оказывает влияние на ценообразование активов, включаемых в состав ВЛА, поскольку они становятся для банков более привлекательными по сравнению с прочими активами. Так, в конце 2023 года и начале 2024 года банки предъявляли повышенный спрос на ОФЗ. При этом предложение гособлигаций со стороны банков и со стороны Минфина России было ограничено. Поскольку банки являются одними из крупнейших участников рынка гособлигаций, это послужило фактором отставания роста доходности ОФЗ от повышения ключевой ставки и роста ставок по активам, не входящим в состав ВЛА.

Таким образом, прекращение действия послаблений по НКЛ влияет не только на ценообразование на денежном рынке, но и на денежно-кредитные условия в целом. С одной стороны, потребность СЗКО привлекать более стабильное и долгосрочное фондирование приводит к удорожанию их пассивов. С другой стороны, стремление увеличить долю ВЛА в структуре активов может ограничить темпы прироста кредитования. Наблюдаемый рост стоимости коротких денег и потенциальное влияние на балансы банков говорят о том, что прекращение действия послаблений по НКЛ явилось разовым фактором ужесточения денежно-кредитных условий. Но этот эффект ограничен благодаря БКЛ и возможности СЗКО привлекать кредиты постоянного действия Банка России.

На горизонте 2024–2025 годов требования к соблюдению банками минимального уровня НКЛ без использования БКЛ продолжают постепенно повышаться. Это потребует от банков дополнительных усилий по перестройке срочной структуры их балансов. По мере адаптации банков к изменившимся регуляторным условиям влияние НКЛ на стоимость привлечения краткосрочной ликвидности будет ослабевать. Для совершенствования регулирования риска краткосрочной ликвидности Банк России разработал порядок расчета нового (национального) норматива краткосрочной ликвидности, который вступит в действие с начала 2026 года взамен НКЛ.

## Приложение 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России

### Денежно-кредитная политика влияет на инфляцию по нескольким каналам. Это влияние растянуто во времени. Основной канал – процентный

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – ценовая стабильность, то есть устойчиво низкая инфляция. Базовыми инструментами, используемыми для достижения этой цели, являются ключевая ставка и сигналы относительно ее будущей динамики (см. раздел 1 [«Цели, принципы и инструменты денежно-кредитной политики»](#)). Ключевая ставка прямо или косвенно влияет на все сегменты финансового рынка, через них – на сбережения, потребление, инвестиции и в конечном счете на совокупный спрос в экономике и уровень цен (см. схему). Комплекс взаимосвязей между экономическими процессами, позволяющий влиять на инфляцию через изменение ключевой ставки центрального банка, называется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики.

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

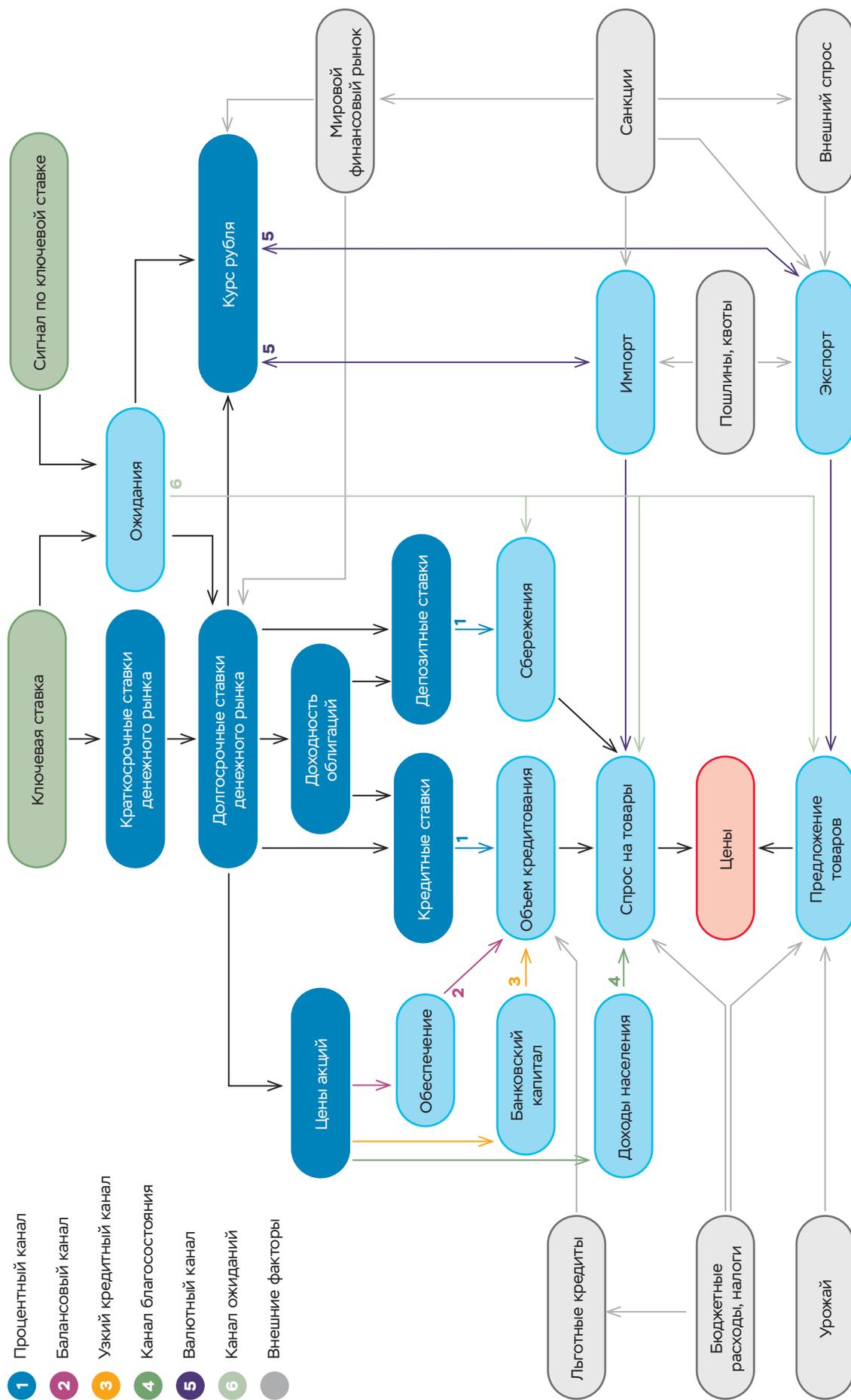
Во-вторых, как и экономика в целом, трансмиссионный механизм развивается. Особенно это было заметно в последние годы, когда масштабные изменения, связанные с пандемией COVID-19 и геополитической нестабильностью 2022–2024 годов, так или иначе повлияли на все экономические процессы, в том числе и на звенья трансмиссионного механизма. Но и не столь масштабные изменения (к примеру, сдвиги в отраслевой структуре экономики) сказываются на функционировании трансмиссионного механизма. Поэтому могут меняться и подходы к реализации денежно-кредитной политики, отражая изменения в условиях ее проведения. Далее в таком случае описываются либо общие закономерности функционирования трансмиссионного механизма, либо специфические условия его функционирования в последние годы<sup>1</sup>.

В-третьих, экономические процессы, в том числе являющиеся частью трансмиссионного механизма, отличаются нелинейностью. Одни и те же изменения экономических показателей не всегда влекут за собой сопоставимые изменения зависимых от них переменных. Зачастую влияние носит асимметричный характер: реакция на определенное увеличение показателя может быть сильнее или слабее, чем реакция на его снижение на ту же величину. Самое известное из проявлений асимметрии – так называемый эффект храповика, заключающийся в том, что под влиянием проинфляционных факторов цены растут быстрее и сильнее, чем снижаются под влиянием дефляционных факторов. Вследствие этого для снижения инфляции может потребоваться больше времени, чем для ее роста.

В ряде случаев характер влияния одних экономических переменных на другие зависит от состояния экономики. Важнейшей из таких зависимостей является влияние денежно-кредитной политики на экономический рост. Такое влияние эффективно в тех случаях, когда денежно-кредитная политика способствует возвращению экономики к долгосрочному равновесию (восстановлению экономической активности в период рецессии или охлаждению

<sup>1</sup> В более ранние периоды также имелись специфические факторы, влияющие на функционирование трансмиссионного механизма и реализацию денежно-кредитной политики. Описание этих факторов можно найти в предшествующих выпусках [Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики](#).

## Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики



перегретой экономики), закрытию разрыва выпуска (см. врезку 8 [«Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#)). В противном случае влияние денежно-кредитной политики на экономический рост неустойчиво и в определенной мере противоречиво. К примеру, при недозагруженности факторов производства мягкая денежно-кредитная политика в краткосрочной перспективе может способствовать снижению рыночных ставок до уровня ниже нейтрального (см. приложение 7 [«Нейтральная процентная ставка и ее оценка»](#)) и стимулировать экономический рост за счет дополнительной загрузки факторов производства. Однако, если проводить мягкую денежно-кредитную политику в течение длительного времени, спрос растет быстрее, чем возможности наращивания выпуска, что неизбежно ведет к росту инфляции. Повышение инфляционных ожиданий и оценки инфляционных рисков в свою очередь снижают готовность инвесторов размещать средства на длительный срок, сокращают доступность инвестиционных ресурсов для предприятий и в конечном счете могут сдерживать экономическую активность.

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

### Влияние ключевой ставки Банка России на рыночные ставки в экономике

Базовый элемент трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики – влияние ключевой ставки Банка России на ставки и доходность на основных сегментах российского финансового рынка. Это влияние реализуется в несколько этапов (см. схему).

На первом этапе изменение ключевой ставки приводит к одновременному изменению однодневных ставок денежного рынка, прежде всего ставок по межбанковским кредитам (МБК). Банк России управляет ликвидностью банковского сектора, абсорбируя избыточную ликвидность или предоставляя недостающую (раздел 4 [«Операционная процедура денежно-кредитной политики в 2024 году и 2025–2027 годах»](#)). За счет этого ставки денежного рынка постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России.

На втором этапе изменения однодневных ставок денежного рынка транслируются в динамику ставок денежного рынка большей срочности. Банки и другие участники денежного рынка могут выбирать между последовательным совершением множества однодневных сделок и одной сделкой на более длительный срок. Соответственно, на средне- и долгосрочные ставки влияет не только текущий уровень однодневных ставок, зависящий от ключевой ставки, но и ожидания его будущего изменения, на которые влияет, в частности, и коммуникация Банка России, прежде всего сигналы о возможных решениях по денежно-кредитной политике в будущем. Ожидания повышения ключевой ставки способствуют росту ставок по средне- и долгосрочным МБК, а ожидания снижения ключевой ставки – их уменьшению.

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

сопоставимы<sup>2</sup> (расхождения в динамике, связанные с отдельными крупными сделками или различиями в составе участников рынков, встречаются, но они носят локальный характер).

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

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

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

По оценкам Банка России, повышение однодневной ставки МБК на 1 п.п. в течение 2 недель приводит к росту ставок МБК сроком менее 1 года на 0,6–1 п.п.; ставок сроком от 1 до 3 лет – на 0,2–0,5 п.п.; ставок сроком более 3 лет – от 0,1 до 0,2 процентного пункта<sup>3</sup>. Чем выше срочность операций, тем слабее реакция ставок на изменение однодневных МБК. Это может объясняться ожиданиями возвращения ключевой ставки к нейтральному уровню в среднесрочной перспективе.

На третьем этапе доходность облигаций и долгосрочные ставки денежного рынка влияют на формирование ставок по банковским кредитам и депозитам. Во-первых, кредиты, облигации и долгосрочные сделки на денежном рынке для банков являются товарами-заменителями. Крупные компании могут привлекать средства как на кредитном рынке, так и на рынке облигаций. Соответственно, ставки по кредитам и доходность облигаций должны быть сопоставимы

<sup>2</sup> Здесь и далее (в том числе на схеме) характеризуется наиболее общая логика экономических процессов. Наряду с описанными выше причинно-следственными связями, имеются более специфические, действующие лишь при определенных условиях или в краткосрочной перспективе. К примеру, на доходность облигаций могут влиять изменения нормативов банковского регулирования (в частности, на конъюнктуру рынка ОФЗ в 2023 году влияли изменения в регулировании банковской ликвидности, см. врезку 9 [«Влияние НКЛ на операции банков и ситуацию на денежном рынке»](#)), ожидания относительно бюджетной политики (как через оценку инфляционных рисков, так и через ожидания роста предложения гособлигаций, см. врезку 7 [«Бюджетная политика в 2024–2027 годах в базовом сценарии и ее влияние на экономику»](#)) и инфляция (инвесторы не заинтересованы в размещении средств по ставке, не компенсирующей инфляционное обесценение их вложений, что может сдерживать снижение доходности облигаций при чрезмерно мягкой денежно-кредитной политике).

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

(с поправкой на различия в издержках, уровне рисков и нормах регулирования). Во-вторых, с развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг упрощается инвестирование населения в облигации. Следовательно, если депозитные ставки растут медленнее, чем доходность облигаций (или снижаются быстрее), часть вкладчиков начинают отдавать предпочтение облигациям, что вынуждает банки скорректировать депозитные ставки. В-третьих, большинство крупных банков с диверсифицированной линейкой продуктов используют доходность ОФЗ или ставки долгосрочных МБК как точку отсчета для формирования ставок по своим операциям (см. врезку 11 [«Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям»](#)).

Влияние ставок денежного рынка и доходности облигаций на кредитные ставки медленнее, слабее и неоднороднее, нежели взаимовлияние ставок на первом и втором этапах. Это связано с индивидуальными условиями кредитных контрактов (обеспечение, график погашения, ковенанты), влияющими на ставки по кредитам, с широким распространением кредитных линий (вследствие чего на условия очередного транша влияет не только текущая рыночная конъюнктура, но и параметры кредитной линии), с относительно продолжительным периодом заключения сделки (из-за чего фактическое совершение сделки может отстоять на несколько недель или даже месяцев от даты установления ставки). Фактором, ограничивающим потенциал снижения ставок, является также инфляция. Депозиты, не защищающие сбережения от инфляционного обесценения, теряют привлекательность для вкладчиков, и банки не могут реагировать на снижение долгосрочных ставок сопоставимым изменением ставок по депозитам (и фондируемым за счет привлеченных средств кредитам).

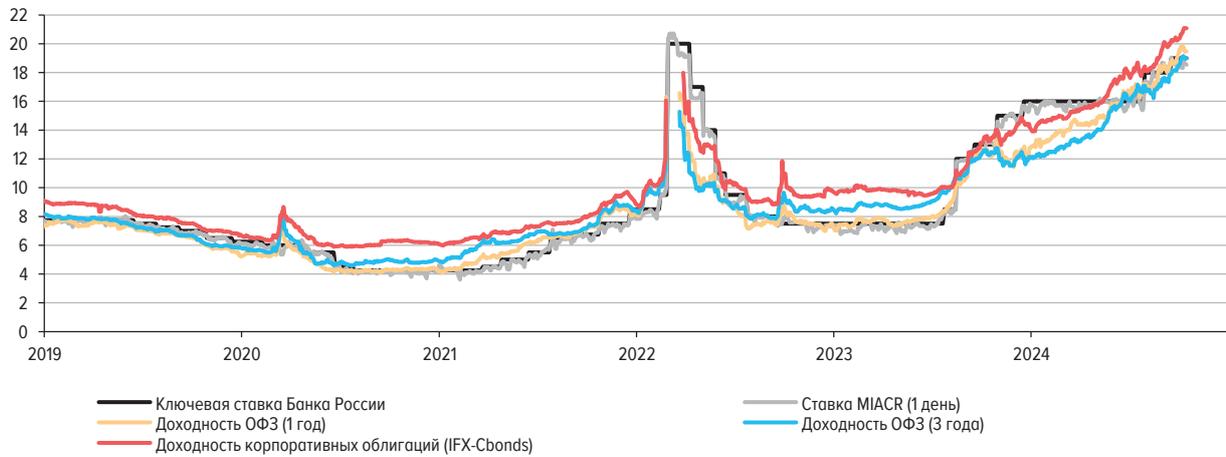
Динамика депозитных ставок (и в определенной мере ставок по розничным кредитам) реагирует на изменение ставок денежного рынка и доходности облигаций с определенным лагом также из-за стандартного характера этих инструментов. Изменение ставок по таким инструментам требует принятия решений по процентной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

В последние годы возросла значимость еще одного фактора, влияющего на формирование кредитных ставок, – программ субсидирования ставок по льготным кредитам, широко использовавшимся для поддержки экономики в целом и ее отдельных отраслей. В большинстве крупных программ льготного кредитования стоимость заимствований для конечного заемщика не зависит от динамики ключевой ставки. Соответственно, чем больше доля льготных кредитов в оборотах рынка, тем слабее влияние ключевой ставки на кредитные ставки (см. врезку 10 [«Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»](#)).

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

ДИНАМИКА СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ (% ГОДОВЫХ)

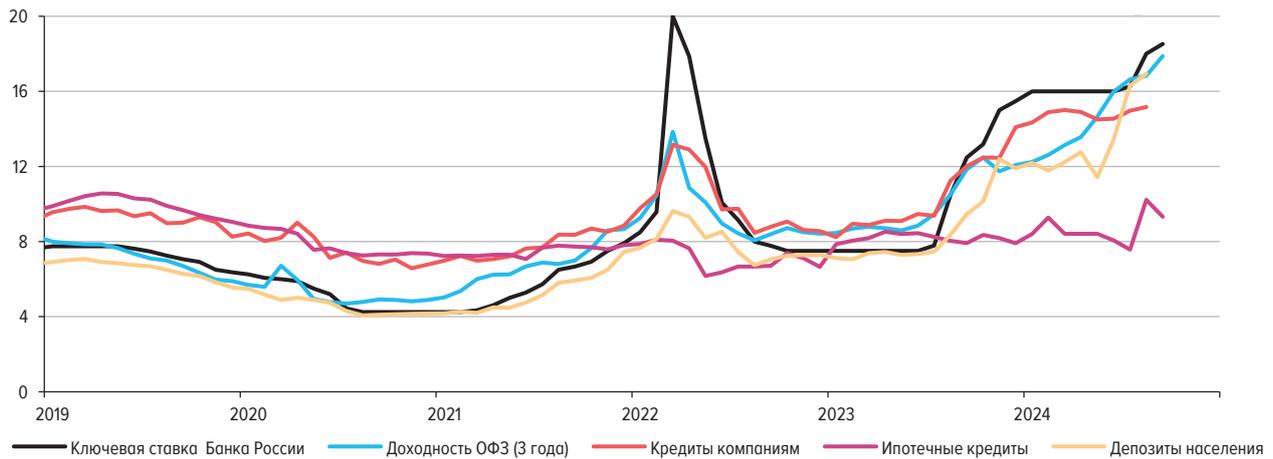
Рис. П-1



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТАВОК ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ (% ГОДОВЫХ)

Рис. П-2



Источник: Банк России.

коррекции ставок. В результате в более долгой перспективе изменение ключевой ставки или ожиданий по ней транслируется в кредитные и депозитные ставки.

Кроме того, российский финансовый рынок развивается, и в определенной мере это способствует ускорению реакции депозитных и кредитных ставок на изменение денежно-кредитной политики. Распространение и совершенствование форм интернет-банкинга ускоряют заключение договоров, стандартизация кредитных контрактов упрощает сделки и повышает однородность рынка, распространение агрегаторов усиливает межбанковскую конкуренцию и вынуждает банки оперативнее реагировать на изменение ситуации. Дополнительным фактором межбанковской конкуренции на рынке депозитов может стать вступившее в силу в 2024 году решение о бесплатном переводе средств вкладчиков между своими счетами, открытыми в разных банках, в пределах 30 млн рублей в месяц.

Так, по оценкам Банка России, в 2018–2024 годах свыше 80% изменения доходности ОФЗ переносилось в ставки по долгосрочным кредитам (как на корпоративном, так и на розничном

сегментах рынка) в течение 3–4 месяцев<sup>4</sup>. В 2013–2017 годах для этого требовалось 4–6 месяцев. Подстройка долгосрочных депозитных ставок к изменениям денежно-кредитной политики также ускорилась (с 10 месяцев в 2013–2017 годах до 4 месяцев в дальнейшем). Краткосрочные ставки в последние годы оперативно реагировали на изменение ситуации в экономике. Свыше 80% изменений доходности ОФЗ переносится в краткосрочные ставки по кредитам и депозитам в течение 1–2 месяцев (в 2013–2017 годах для этого требовалось до 4 месяцев).

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

### Процентный канал трансмиссионного механизма

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

Кредитные ставки и доходность облигаций влияют на доступность заемных средств для населения и организаций. Чем дешевле заемные средства, тем привлекательнее приобретение в кредит инвестиционных товаров компаниями или потребительских товаров населением. Дополнительный спрос, финансируемый за счет заимствований, способствует росту цен на рынке соответствующих товаров и вносит свой вклад в инфляцию. Ярким примером такого влияния может послужить удорожание жилой недвижимости в России в период действия масштабных программ льготной ипотеки.

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

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

В последние десятилетия снижение инфляционных рисков в России способствовало росту готовности населения наращивать сбережения, а банков – предоставлять своим клиентам долгосрочные кредиты. В результате плавно росла значимость финансового сектора в национальной экономике. Так, на начало 2024 года требования банков к организациям составляли 51% ВВП (в 1,5 раза больше, чем в начале 2013 года), требования к населению за тот же период возросли с 12 до 21% ВВП. Росли и средства в банках: депозиты организаций, входящие в денежную массу, достигли 28% ВВП (против 17% на начало 2013 года), депозиты населения за аналогичный период выросли с 21 до 28% ВВП.

Увеличивающиеся объемы финансовых операций способствовали росту значимости процентного канала трансмиссионного механизма, так как становился больше потенциальный объем спроса, на который может повлиять изменение рыночных ставок. В отдельных сегментах рынка кредитование оказалось основным источником спроса. Так, в 2020–2023 годах были

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

выданы ипотечные кредиты, обеспеченные договорами долевого участия, на общую сумму 8,8 трлн рублей, что составляет около 70% поступлений на счета эскроу за этот период. За то же время были выданы автокредиты на общую сумму 3,9 трлн рублей, что приближается к 40% от общего объема реализации легковых автомобилей на внутреннем рынке.

В корпоративном сегменте кредитного рынка на эффективность процентного канала дополнительно влияло растущее использование кредитов по плавающей процентной ставке. На такие кредиты к середине 2024 года приходилась почти половина корпоративного кредитного портфеля (в начале 2020 года – около трети). Изменение ключевой ставки и зависящих от нее ставок немедленно сказывается на процентных расходах заемщиков по кредитам с плавающей процентной ставкой, влияя на готовность к наращиванию других расходов, а также заинтересованность в привлечении дополнительных заемных средств или досрочном погашении кредитов, привлеченных ранее. В то же время распространение таких кредитов приводит к тому, что на спрос на новые кредиты влияет не только текущий уровень ставок, но и ожидания его изменения. Если заемщики ожидают скорого снижения ставок, они могут наращивать заимствования, несмотря на высокий текущий уровень ставок, и, напротив, если заемщики допускают рост ставок в обозримой перспективе (к примеру, при реализации инфляционных рисков), стимулирующий эффект низких ставок на кредитование ослабляется.

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

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

До недавнего времени указанные выше эффекты в определенной степени компенсировали друг друга. Однако факторы, снижающие эффективность процентного канала, носили временный характер, к настоящему времени их значимость уже снизилась: наблюдается устойчивый рост потребительской активности, ряд программ льготного кредитования прекращен или ограничен. В то же время факторы, повышающие эффективность процентного канала, являются структурными, можно ожидать их сохранения в долгосрочной перспективе и, соответственно, роста значимости процентного канала трансмиссионного механизма.

При анализе влияния процентных ставок на цены, наряду с процентным каналом, иногда дополнительно выделяют канал издержек. В рамках этого канала увеличение процентных расходов, связанное с ростом ставок, оказывает повышательное давление на цены.

Однако влияние канала издержек на общую эффективность трансмиссионного механизма ограничено. Во-первых, процентные расходы российских нефинансовых компаний не превышают 5% себестоимости их продаж, поэтому и влияние на цены в рамках логики канала издержек сравнительно невелико. Во-вторых, хотя для отдельных компаний с высоким уровнем закредитованности изменения ставок могут оказывать значимое воздействие на издержки, общий потенциал переноса процентных издержек в цены ограничен. Степень переноса зависит от конкуренции между производителями и спроса на продукцию, на который в свою очередь влияет уровень ставок.

Так, при повышении ставок процентные издержки растут. Но одновременно сокращается спрос на продукцию. Стремясь избежать потери рыночной доли (в том числе из-за конкуренции с компаниями, менее активно использующими заемные средства и, соответственно, менее зависящими от динамики ставок), производители часть роста издержек компенсируют за счет своей маржи, а не повышения цен. И напротив, при снижении ставок увеличивается спрос на товарном рынке, что позволяет компаниям не снижать цены в борьбе за покупателя, а использовать сокращение процентных издержек для наращивания маржи.

Кроме того, компании, финансирующие свои расходы кредитами с фиксированной ставкой, сталкиваются с ростом процентных издержек не сразу же после повышения ставок, а в момент рефинансирования имеющихся кредитов или привлечения новых. В то же время повышение рыночных ставок немедленно начинает снижать привлекательность кредитов и сдерживать спрос, финансируемый ими. В результате вклад канала издержек в динамику цен существенно слабее, чем вклад процентного канала.

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

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

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

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

Значимость обоих каналов в российской экономике пока ограничена. Кредиты, обеспечением которых являются ценные бумаги, составляют менее 3% от корпоративного кредитного портфеля. При кредитовании населения залог ценных бумаг используется еще реже. Значимость

узкого кредитного канала ограничена как долей ценных бумаг в банковских активах (акции и доли в капитале – менее 3%, облигации – не более 15%), так и серьезным запасом прочности по капиталу. В первые месяцы 2024 года норматив достаточности собственного капитала Н1.0 составлял более 12%, что в 1,5 раза превышает минимальное значение норматива. Кроме того, потенциальный эффект переноса убытков от переоценки ценных бумаг в капитал ограничивается возможностью введения регуляторных послаблений, применявшихся в 2014–2022 годах. Однако в течение последнего десятилетия российский рынок облигаций рос почти в 1,5 раза быстрее, чем кредитный рынок. При сохранении этой тенденции можно ожидать дальнейшего роста значимости ценных бумаг – как для заемщиков, так и для инвесторов – и, соответственно, усиления роли балансового и узкого кредитного каналов.

Влияние котировок ценных бумаг на инфляцию обеспечивается не только через кредитный рынок. В экономической литературе выделяется также канал благосостояния, связанный с тем, что собственники финансовых активов учитывают толщину финансовой подушки безопасности при планировании расходов. Если котировки ценных бумаг (и, как следствие, благосостояние их владельцев) растут, собственники этих бумаг более склонны к потреблению. В то же время снижение стоимости ценных бумаг вынуждает собственников больше сберегать, чтобы компенсировать потери.

Пока ценные бумаги составляют сравнительно небольшую часть сбережений населения. На начало 2024 года вложения населения в облигации и котируемые акции составляли около 22% от средств, размещенных в депозиты и наличную валюту. Однако этот показатель устойчиво растет (5 лет назад он был вдвое меньше), и, соответственно, увеличивается потенциальная значимость канала благосостояния для российской экономики.

В последние годы эффективность всех трех каналов ограничивалась резким ростом волатильности на фондовом рынке, особенно в сегменте акций. Изменение режима карантина в период пандемии COVID-19, введение новых санкций или уход с рынка иностранных инвесторов в 2022–2024 годах могли влиять на котировки ценных бумаг гораздо существеннее, чем изменение денежно-кредитной политики.

Процентный канал трансмиссионного механизма, а также каналы, связанные с ценами активов, обеспечивают влияние денежно-кредитной политики на совокупный спрос в экономике, способствуя временному росту или снижению экономической активности. Если уровень экономической активности отличается от потенциального (возникает разрыв выпуска, см. врезку 8 [«Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#)), это влияет на инфляцию.

По оценкам Банка России, формирование разрыва выпуска на уровне 1% приводит к изменению годовой инфляции на 0,6 п.п. на горизонте четырех кварталов. При этом проинфляционное (дезинфляционное) влияние наблюдается на протяжении всего периода сохранения положительного (отрицательного) разрыва выпуска, а не только в случае его увеличения или сокращения. Влияние разрыва выпуска на инфляцию существенно усилилось в 2022–2024 годах из-за снижения трансграничной мобильности капитала (вследствие действующих санкций, опасений введения новых санкций, ограничений на движение капитала) и изменения характера влияния внутреннего спроса на внешнеторговые операции.

### Валютный канал трансмиссионного механизма

Процентные ставки по рублевым финансовым инструментам, складывающиеся под влиянием денежно-кредитной политики, влияют не только на склонность к сбережению, но и на выбор конкретных финансовых инструментов. В частности, чем выше ставки по рублевым финансовым

инструментам, тем менее привлекательны вложения в инструменты, номинированные в иностранной валюте. Изменение спроса на валютные финансовые инструменты в свою очередь влияет на курс рубля. По оценкам Банка России, реальный эффективный курс рубля<sup>5</sup> при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,2% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК<sup>6</sup>. Такая сравнительно слабая реакция сложилась в 2022–2023 годах после снижения трансграничной мобильности капитала, до этого корректировка курса вследствие изменения ставок была в несколько раз сильнее.

Курс рубля относится к числу факторов, влияющих на цены внутреннего рынка. Влияние денежно-кредитной политики на инфляцию, связанную с изменением курса национальной валюты, называется валютным каналом трансмиссионного механизма, или каналом валютного курса.

В состав валютного канала входит несколько цепочек причинно-следственных связей. Во-первых, курс рубля может воздействовать на инфляцию напрямую, через цены на импортируемые потребительские товары, а также через цены на импортируемые российскими компаниями сырье, материалы и комплектующие, что влияет на себестоимость российской продукции. Во-вторых, валютный курс влияет на рублевую стоимость экспорта и импорта, от которой зависит ценовая конкурентоспособность российской и иностранной продукции. К примеру, при ослаблении рубля увеличивается рублевая стоимость как импорта в Россию (что улучшает конкурентные позиции российских производителей и расширяет их возможности для повышения цен на свою продукцию, конкурирующую с подорожавшим импортом), так и российского экспорта (что стимулирует российских экспортеров увеличивать поставки на экспорт или повышать цены на внутреннем рынке). При этом для валютного канала характерна выраженная асимметрия: при ослаблении рубля цены растут быстрее, чем снижаются при укреплении национальной валюты.

По оценкам Банка России, влияние курса на инфляцию и ранее было умеренным (при снижении номинального эффективного курса рубля<sup>7</sup> на 1% инфляция повышалась не более чем на 0,1 п.п.), причем в последние годы перенос изменений курса в инфляцию замедлился. Эффект изменения обменного курса в полном объеме проявляется в потребительских ценах на горизонте вплоть до года (в недавнем прошлом для этого было достаточно 6 месяцев), хотя в случае резких скачков курса значительные изменения цен могут наблюдаться уже на горизонте 1–2 месяцев.

Во-первых, шоки, связанные с дезорганизацией глобального товарного рынка в период пандемии 2020–2021 годов и изменениями логистики, расчетов и ценообразования по внешнеторговым сделкам в условиях санкционных ограничений и сдвигов в географической структуре внешнеторговых операций, связанных с ростом геополитических рисков в 2022–2024 годах, влияли на динамику спроса и предложения на валютном и товарном рынках (см. приложение 4 [«Разовые факторы инфляции на стороне предложения»](#)), существенно «зашумляя» влияние денежно-кредитной политики.

Во-вторых, в условиях возросших рисков происходили масштабные структурные сдвиги, влияющие на эффективность валютного канала трансмиссионного механизма. Санкции и ограничения на движение капитала ослабили связи между российским и иностранными финансовыми рынками и, соответственно, влияние рублевых ставок на валютный курс<sup>8</sup>. Кроме того, из-за санкций условия совершения валютных операций для отдельных участников рынка могли различаться. Расширение использования валют дружественных стран сдерживалось недостаточным развитием внутренней и зарубежной инфраструктуры, обеспечивающей операции

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

<sup>6</sup> См. Орлов А., Шарафутдинов А. [«Квартальная прогнозная модель России с рынком труда»](#). Аналитическая записка, 2024 год.

<sup>7</sup> Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

<sup>8</sup> Развернутая характеристика этих ограничений и механизмов их влияния на функционирование трансмиссионного механизма представлена во врезке 10 [ОНЕГДКП 2024–2026](#).

с ними. Частичное замещение валют недружественных стран во внешнеэкономических операциях рублями уменьшало и замедляло влияние курсовой динамики на внутренние цены (эффект переноса). Наконец, повышение роли внутреннего спроса и производства, проявляющееся в снижении доли импорта и экспорта в ВВП, и само по себе снижает значимость валютного канала. В то же время сокращение спроса на иностранную валюту со стороны импортеров и ее предложения экспортерами, уменьшая глубину валютного рынка, создает предпосылки для увеличения колебаний курса рубля, что частично компенсирует ослабление реакции цен на них.

Большинство охарактеризованных выше экономических изменений последних лет, затрудняющих функционирование трансмиссионного механизма, носит временный характер и позволяет ожидать постепенного восстановления эффективности денежно-кредитной трансмиссии. Однако растущее использование рубля в расчетах с нерезидентами и снижение склонности к использованию валютных финансовых инструментов могут сохраниться на длительный срок, ослабляя влияние ставок на курс, а курса – на внешнюю торговлю. Кроме того, усиление антироссийских санкций и рестрикций ограничивает круг потенциальных контрагентов для российских экспортеров и импортеров, что также замедляет подстройку внешнеторговых операций к изменениям валютного курса. Указанные изменения снижают значимость валютного канала трансмиссионного механизма.

### Канал инфляционных ожиданий трансмиссионного механизма

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

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

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

Шоки последних лет, связанные с пандемией COVID-19 и ростом геополитических рисков, затрудняют функционирование канала инфляционных ожиданий. Пандемия и антироссийские санкции по своим масштабам не имеют аналогов среди событий последних десятилетий, что затрудняет формирование долгосрочных ожиданий. Кроме того, в 2024 году устойчивое превышение спроса над предложением на рынке труда в сочетании со значительным уровнем государственной поддержки экономики привели к формированию высокого уровня

потребительской и финансовой уверенности. В этих условиях ослабляются стимулы для сжатия кредитования при росте ставок, что также ограничивает эффективность канала ожиданий. Стремясь поддержать эффективность канала инфляционных ожиданий, Банк России уделяет особое внимание вопросам коммуникации, раскрытия информации о ситуации в российской экономике и принимаемых решениях в области денежно-кредитной политики.

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

Охарактеризованные выше закономерности функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики наблюдаются в тех случаях, когда основным приоритетом денежно-кредитной политики является поддержание целевого уровня инфляции. Однако встречаются ситуации, когда центральные банки вынуждены проводить мягкую денежно-кредитную политику (к примеру, в период пандемии COVID-19).

В странах со стабильно низкой инфляцией и заякоренными инфляционными ожиданиями денежное предложение может наращиваться (за счет мягкой денежно-кредитной или бюджетной политики) в течение достаточно длительного периода, поддерживая национальную экономику без существенных инфляционных последствий. Однако при подрыве доверия к ценовой стабильности и росте цен потенциал проведения такой политики исчерпывается, и избыточно мягкая денежно-кредитная политика становится дополнительным источником инфляции<sup>9</sup>.

В странах, где инфляционные ожидания не заякорены, а экономически активное население имеет опыт жизни в условиях высокой инфляции, мягкая денежно-кредитная политика может оказывать стимулирующее влияние на экономику в течение короткого периода, в дальнейшем начинает искажаться функционирование трансмиссионного механизма.

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

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

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

<sup>9</sup> Borio C., Hofmann B., Zakrajšek E. Does money growth help explain the recent inflation surge? // BIS Bulletin, No 67.

Растущая валютизация не только делает экономику страны более уязвимой к внешним шокам, но и снижает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, так как ставки центрального банка не влияют на ставки по валютным кредитам и депозитам. Поэтому, когда станет очевидна необходимость снижения инфляции для нормализации ситуации в экономике, может потребоваться существенное ужесточение денежно-кредитной политики для достижения этой цели.

## Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

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

Потенциальные направления дальнейшего развития трансмиссионного механизма можно разделить на три группы. Во-первых, сохраняется потенциал долгосрочных тенденций, наблюдавшихся в российской экономике в последние десятилетия. Наиболее очевидной из этих тенденций является девальютизация национального финансового сектора (доля валютных инструментов в депозитах населения, входящих в денежную массу, на начало 2024 года составила 8% против 17% на начало 2013 года, доля валютных требований банков к организациям за тот же период снизилась с 15 до 12%), способствующая росту эффективности процентного канала трансмиссионного механизма. События последних лет, выявившие риски, связанные с использованием валютных инструментов, лишь усилили эту тенденцию.

Еще одна значимая тенденция – растущая роль внутренних источников для финансирования национальной экономики (за 2013–2023 годы внешний долг российских компаний в рублевом эквиваленте увеличился в 1,6 раза, а обязательства по внутренним кредитам и облигациям – в 4 раза). В условиях снижения доступности и привлекательности заимствований на внешнем рынке можно ожидать сохранения этой тенденции. Денежно-кредитная политика Банка России влияет именно на внутренний финансовый сектор, поэтому данная тенденция будет способствовать росту эффективности всех каналов трансмиссионного механизма (за исключением валютного).

С ростом внутреннего финансового рынка связана еще одна тенденция – растущие вложения населения в ценные бумаги, что способствует росту эффективности как процентного канала (конкурируя за средства населения с рынком облигаций, банки оперативнее корректируют ставки по депозитам), так и канала благосостояния. В 2022 году неопределенность ожиданий по российским акциям и их отрицательная переоценка привели к снижению доли ценных бумаг в сбережениях. Однако уже в 2023 году доля ценных бумаг в сбережениях населения возобновила рост и к середине 2024 года данный показатель превысил локальные максимумы конца 2021 – начала 2022 года.

Еще одна тенденция, сохраняющаяся на протяжении последних лет, – углубляющаяся цифровизация финансового сектора. Распространение онлайн-банкинга, интернет-трейдинга, финансовых агрегаторов существенно упростило переток частных средств как между банками, так и между сегментами российского финансового рынка, ведя к росту конкуренции за клиента между участниками рынка. Это способствовало ускорению реакции одних сегментов рынка на изменение конъюнктуры других, что повышает эффективность всех каналов трансмиссионного механизма.

Во-вторых, ряд последствий событий 2020–2024 годов «зашумляет» функционирование трансмиссионного механизма. К их числу следует отнести повышенную склонность населения к сбережению (снижающую эффективность процентного канала), широкое использование

программ льготного кредитования (снижающее эффективность процентного и в меньшей мере балансового каналов), возросшую волатильность фондовых котировок (ограничивающую эффективность канала благосостояния, а также балансового и узкого кредитного каналов).

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

В-третьих, реализация геополитических рисков в 2022–2024 годах вызвала необходимость в структурной перестройке российской экономики, обеспечивающей ее адаптацию к изменившейся экономической среде. Среди направлений этой перестройки – развитие импортозамещения, реализация проектов технологического суверенитета, наращивание расчетов с внешнеторговыми партнерами в национальных валютах. Развитие этих процессов ослабляет зависимость внутреннего рынка от конъюнктуры внешних рынков и динамики курса рубля, способствуя снижению значимости валютного канала трансмиссионного механизма и росту значимости остальных каналов. В среднесрочной перспективе можно ожидать сохранения данной тенденции.

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

## ВРЕЗКА 10. ЛЬГОТНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

**При проведении денежно-кредитной политики Банк России учитывает значительный объем кредитования экономики по льготным программам. Льготные кредиты слабочувствительны к изменениям денежно-кредитной политики. Чем больше их доля, тем сильнее нужно изменить ключевую ставку, чтобы повлиять на кредитную активность, спрос и инфляцию**

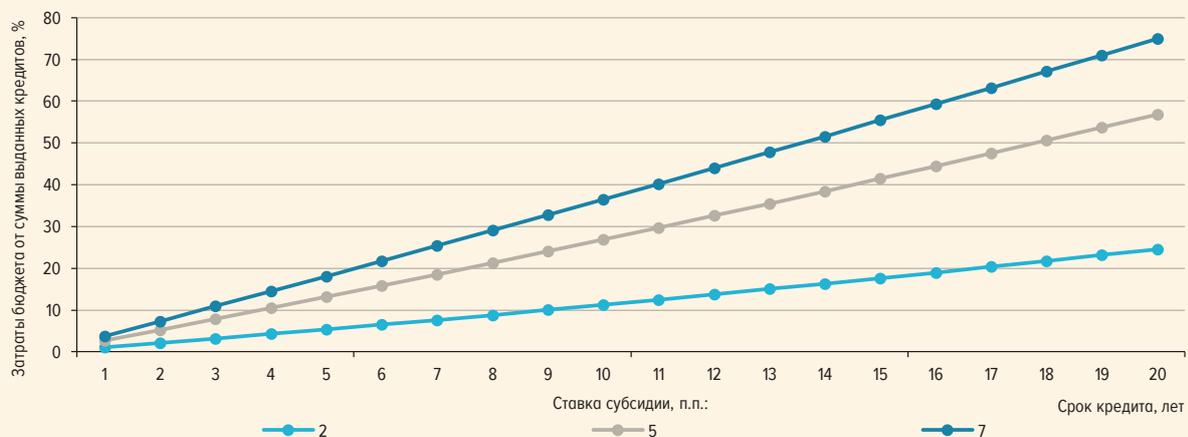
По некоторым типам кредитных операций влияние денежно-кредитной политики на ставки для конечных заемщиков существенно отличается от описанной выше рыночной логики. Если объем таких операций значителен, их необходимо учитывать при планировании и реализации денежно-кредитной политики. Один из наиболее известных типов таких операций – государственные программы льготного кредитования, в рамках которых банки кредитуют определенные категории заемщиков по пониженным ставкам, а государство своими субсидиями компенсирует банкам разницу между рыночной и льготной ставкой.

С точки зрения бюджетной политики кредитование по субсидируемым ставкам является привлекательным инструментом стимулирования спроса. Оно может приводить к локальному росту спроса, многократно превосходящему текущие бюджетные расходы на субсидирование ставок. Однако такое субсидирование эффективно лишь в случае, когда программа действует в течение ограниченного времени и распространяется только на краткосрочные кредиты. При увеличении срочности льготных кредитов совокупные затраты на субсидирование ставок по ним на протяжении всего срока кредитования могут быть сопоставимы с суммой кредита (рис. 10.1). Кроме того, расходы на субсидирование ставок по долгосрочным кредитам, выданным ранее, ограничивают гибкость бюджетной политики спустя многие годы после того, как разовый стимулирующий эффект этих кредитов был исчерпан.

С точки зрения денежно-кредитной политики эффект программ льготного кредитования также неоднозначен. С одной стороны, в периоды экономической нестабильности банки более тщательно отбирают заемщиков, а население и компании избегают наращивать долговую нагрузку. В результате для необходимой поддержки спроса может быть недостаточно снижения ключевой ставки, в том числе с учетом длительных лагов влияния решений по денежно-кредитной политике на динамику спроса. Этот эффект актуален прежде всего для стран с околонулевым уровнем ставки денежно-кредитной политики. Поэтому в мировой практике в период пандемии COVID-19 многие центральные банки реализовывали программы *funding for lending (FFL)*, направленные на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка. Из 27 программ FFL, инициированных 14 крупными центральными банками, свыше трети было направлено на решение задач восстановления эффективности денежно-кредитной политики<sup>1</sup>.

ЗАВИСИМОСТЬ ЗАТРАТ БЮДЖЕТА НА СУБСИДИИ ОТ ВЕЛИЧИНЫ СУБСИДИИ И СРОКА КРЕДИТА

Рис. 10.1

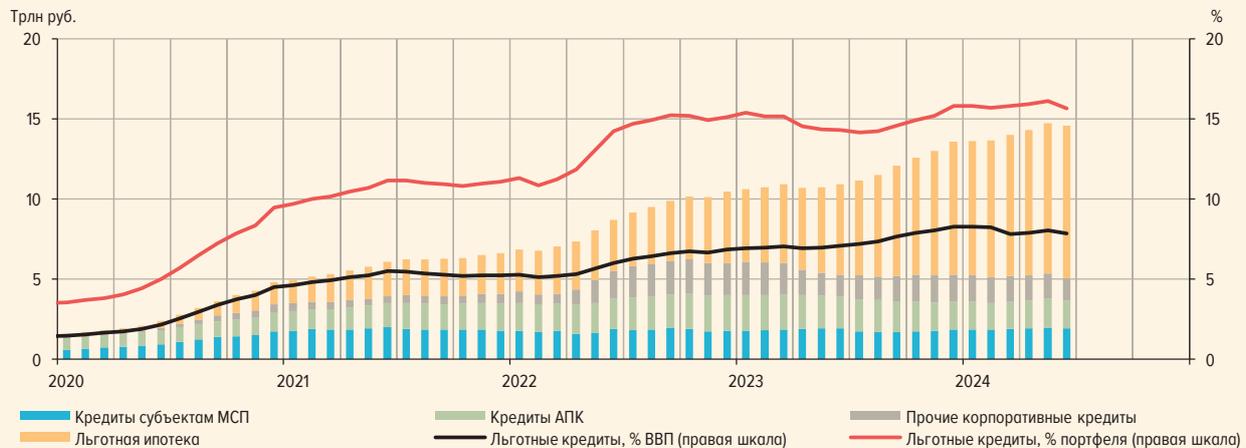


Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Обзор [Funding for lending programmes](#) Банка международных расчетов.

## СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ ЛЬГОТНЫХ КРЕДИТОВ\*

Рис. 10.2



\* Корпоративные кредиты – кредиты нефинансовым организациям-резидентам и индивидуальным предпринимателям. Льготные корпоративные кредиты – предоставленные в рамках госпрограмм с субсидируемой ставкой. Льготная ипотека – без региональных льготных программ.  
Источник: Банк России.

В то же время сохранение программ льготного кредитования на протяжении длительного времени препятствует эффективной реализации денежно-кредитной политики. Ставки по льготным кредитам, как правило, очень слабо зависят от денежно-кредитной политики. Поэтому наращивание объемов льготного кредитования при прочих равных не только смягчает денежно-кредитные условия в экономике, но и искажает функционирование процентного канала трансмиссионного механизма. Чем больше доля льготных кредитов в объемах рынка, тем более сильное изменение ключевой ставки требуется, чтобы в нужной степени повлиять на кредитную активность, спрос и инфляцию.

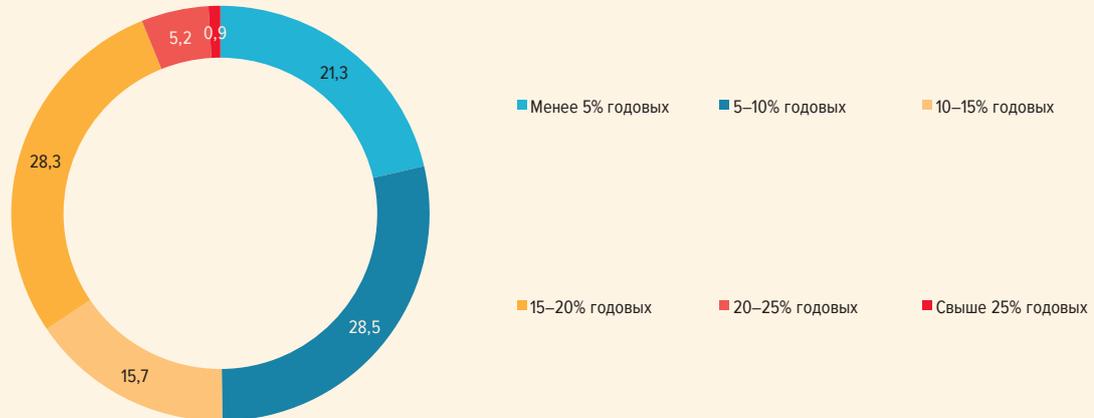
Общая экономическая эффективность программ льготного кредитования продолжает служить предметом дискуссий. Во-первых, для таких кредитов характерен так называемый эффект замещения. Это ситуация, когда заемщики, которые были бы готовы привлекать кредиты и на рыночных условиях, пользуются льготной программой. В результате объем кредитования и спрос в экономике не увеличиваются, происходит лишь рост нагрузки на бюджет.

Во-вторых, субсидии, обеспечивающие снижение кредитных ставок, выплачиваются за счет средств бюджета (то есть налогов, собираемых со всей экономики), представляя собой механизм перераспределения средств между различными группами экономических субъектов. Кроме того, чтобы ослабить проинфляционный эффект программ льготного кредитования, центральный банк вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику. Снижение ставки для одних групп заемщиков сопровождается ее повышением для всех остальных. В итоге льготный кредит оплачивают как налогоплательщики (через бюджетное субсидирование), так и «нелюбимые» заемщики (через кредитование по более высокой рыночной ставке).

**Льготные ипотечные программы для населения.** Самое крупное направление льготного кредитования в России в наши дни – льготная ипотека, на которую приходилось почти 9 трлн рублей (из 14 трлн рублей общего портфеля кредитов с субсидированной ставкой на 01.06.2024, рис. 10.2)<sup>2</sup>. Около половины портфеля льготной ипотеки приходилось на кредиты, выданные в рамках государственной программы льготной ипотеки на новостройки для неограниченного круга заемщиков, инициированной в период пандемии COVID-19, чтобы поддержать строительную отрасль и повысить доступность жилья для населения. За период ее действия было выдано 1,6 млн кредитов на общую сумму 6 трлн рублей, что позволило заемщикам приобрести жилье общей площадью 76 млн кв. метров.

<sup>2</sup> В существующих источниках финансовой информации отсутствуют единые унифицированные данные об объеме выданных льготных кредитов и задолженности по ним. Здесь и далее во врезке приведены оценки на основе комбинирования данных из нескольких источников. В них не входит информация по ряду направлений (сельскохозяйственная ипотека, региональные программы льготной ипотеки, льготное автокредитование и так далее). Поэтому фактические объемы льготного кредитования превышают приведенные во врезке оценки.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ РУБЛЕВЫХ КРЕДИТОВ НЕФИНАНСОВЫМ ЗАЕМЩИКАМ ПО ФИКСИРОВАННОЙ СТАВКЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СТАВКИ ПО КРЕДИТУ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 01.07.2024) (рис. 10.3)



Источник: Банк России.

Но из-за невозможности нарастить строительство жилья так же быстро, как покупатели наращивают привлечение кредитов, наращивание льготной ипотеки привело к резкому росту цен на недвижимость на первичном рынке (почти вдвое), существенно опережающему рост зарплат и темпы инфляции. В результате ценовая доступность жилья для населения снизилась – рост цен полностью перекрыл преимущества, связанные с низкими ставками по льготной ипотеке. Кроме того, за период действия программы бюджетные расходы на субсидии по ней уже составили 0,5 трлн рублей. Если заемщики будут равномерно погашать кредиты в течение 10 лет, а динамика ключевой ставки будет соответствовать базовому прогнозу Банка России (см. раздел 3 «Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2024 году и 2025–2027 годах»), до окончательного погашения кредитов, полученных по программе безадресной льготной ипотеки, бюджет может потратить на субсидирование ставок по ним еще до 1,2 трлн рублей. Таким образом, общие расходы бюджета потенциально превышают четверть от объема выданных льготных кредитов по этой программе.

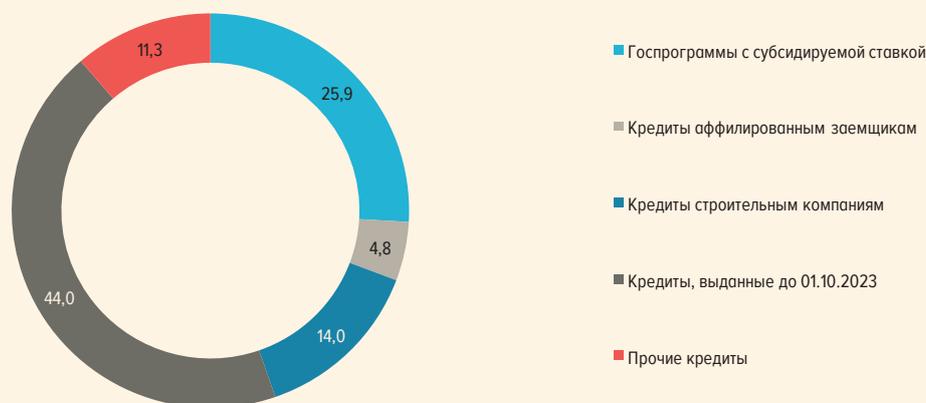
**Льготные программы корпоративного кредитования.** Некоторые из льготных программ для бизнеса, безусловно, продемонстрировали свою эффективность при умеренной нагрузке на бюджет (к примеру, программы ФОТ 0 и ФОТ 2.0, позволившие сгладить негативные последствия пандемии и не допустить резкого провала в занятости). В целом в ситуации, когда льготное кредитование используется как временная антикризисная мера, позволяющая поддержать доступность кредита для наиболее уязвимых или приоритетных сегментов экономики при избыточном ужесточении условий кредитования, оно может быть эффективно, а отмеченные выше недостатки данного инструмента менее значимы. В условиях сокращения спроса и предложения кредитов сужается пространство для действия «эффекта замещения». Влияние на бюджетную систему и денежно-кредитную политику, связанное с антикризисными мероприятиями по поддержке кредитования, ограничено во времени и не столь существенно на фоне резких изменений в экономической политике, сопровождающих любой кризисный период.

Кроме того, негативные проинфляционные последствия расширения льготного корпоративного кредитования и, соответственно, потребность в компенсирующем их ужесточении денежно-кредитной политики ниже, чем при действовавших условиях льготной ипотеки. С одной стороны, спрос, финансируемый за счет программ льготного корпоративного кредитования, существенно менее концентрирован и создает не такое сильное давление на цены. С другой стороны, в среднесрочной перспективе успешная реализация инвестиционных проектов с использованием заемных средств может увеличивать экономический потенциал и в той или иной мере смягчать инфляционные последствия исходного стимулирования спроса.

В то же время следует отметить, что в сегменте корпоративного кредитования формы государственной поддержки не исчерпываются субсидированием ставок. К середине 2024 года почти по половине портфеля кредитов с фиксированной ставкой стоимость обслуживания не превышала 10% годовых (рис. 10.3). Безусловно, многие из этих кредитов носили вполне рыночный характер – были выданы

## СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ РУБЛЕВЫХ КРЕДИТОВ НЕФИНАНСОВЫМ ЗАЕМЩИКАМ ПО ФИКСИРОВАННОЙ СТАВКЕ, МЕНЬШЕЙ 10% ГОДОВЫХ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 01.07.2024)

(%)



Источник: Банк России.

в период более низких ставок, были связаны с проектным финансированием застройщиков или кредитованием аффилированных с банком заемщиков (рис. 10.4). Однако часть этих кредитов связана с альтернативными механизмами кредитной поддержки (госгарантии, льготное фондирование банков-кредиторов, прямое предоставление заемных средств по низким ставкам при участии государственных институтов развития, ФНБ или других государственных структур). Эти механизмы также создают как дополнительную нагрузку на бюджет (в виде недополученной прибыли, условных обязательств перед кредитором и так далее), так и инфляционные риски, поэтому фактический уровень экономических дисбалансов, связанных с льготным кредитованием в широком смысле, в российской экономике выше, чем можно было бы предполагать исходя из статистических данных, представленных на рис. 10.2.

Банк России считает государственные программы льготного кредитования эффективным инструментом экономической политики при решении таких задач, как контрциклическое стимулирование восстановления спроса в периоды спада в экономике и адресная поддержка отдельных групп заемщиков или секторов экономики. В то же время при долгосрочном использовании для широкого круга заемщиков эффективность данного инструмента снижается за счет растущего эффекта замещения, увеличивающейся нагрузки на бюджет, сокращения потенциала роста рыночного кредита экономике, совместимого с ценовой стабильностью. Доступность заемного финансирования для экономики в целом обеспечивается прежде всего предсказуемо низкой инфляцией и, соответственно, снижением инфляционных рисков инвесторов, что позволяет заемщикам привлекать средства на рыночной основе без накопления дисбалансов в экономике.

## СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ РОЗНИЧНЫХ КРЕДИТОВ\*

Рис. 10.5



\* Льготная ипотека – без сельскохозяйственной ипотеки и региональных льготных программ, прочие розничные кредиты – включая льготное автокредитование.  
Источник: Банк России.

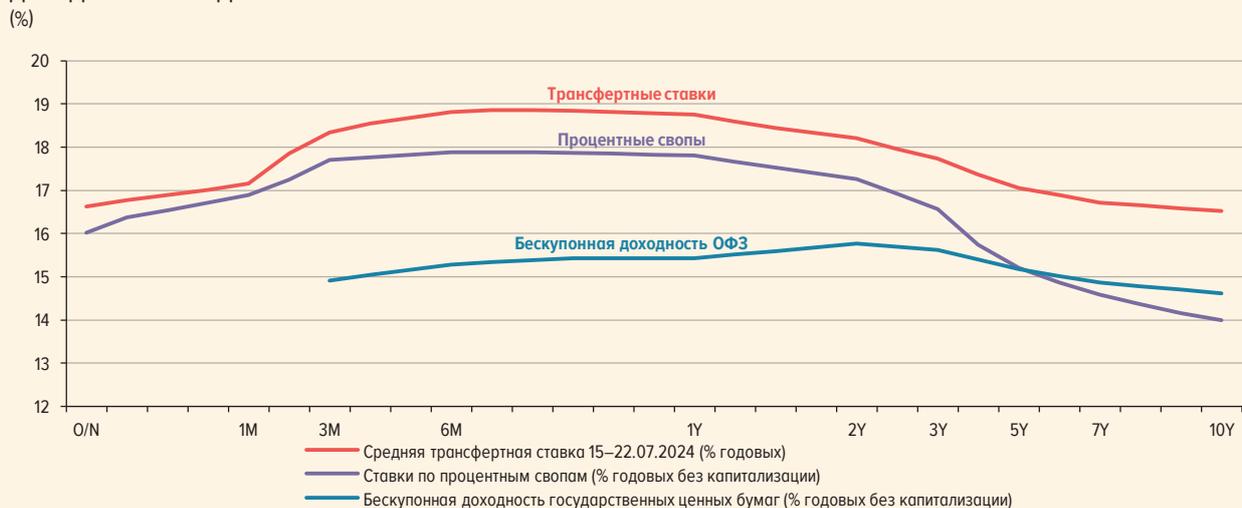
## ВРЕЗКА 11. ТРАНСФЕРТНАЯ КРИВАЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО БАНКОВСКИМ ОПЕРАЦИЯМ

**Трансфертная кривая является отправной точкой для установления банками ставок по кредитам и вкладам. В качестве базы для трансфертной кривой банки используют безрисковые кривые и свои внутренние оценки**

Трансфертная кривая – это набор внутренних трансфертных процентных ставок для операций разных сроков, устанавливаемых коммерческим банком и единых для всех его бизнес-подразделений. Она является центральной частью внутрибанковской системы ценообразования банковских продуктов, позволяющей кредитной организации выстраивать согласованную линейку цен по операциям на различных сегментах рынка и в случае необходимости корректировать структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и направлениями размещения средств. Для определения ценовых условий по любой операции (кредитной, депозитной, фондовой) на заданный срок банку требуется определить трансфертную ставку на этот срок и оценить издержки и риски, связанные с конкретной операцией. Кроме того, использование трансфертной кривой как части механизма управления ликвидностью и процентным риском позволяет банку получать дополнительный доход от управления срочностью – привлечения более коротких денежных средств и размещения их в активы большей срочности. На макроуровне трансфертные кривые крупных банков являются составной частью процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (см. приложение 1 «[Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики \(ТМ ДКП\) в России](#)»).

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

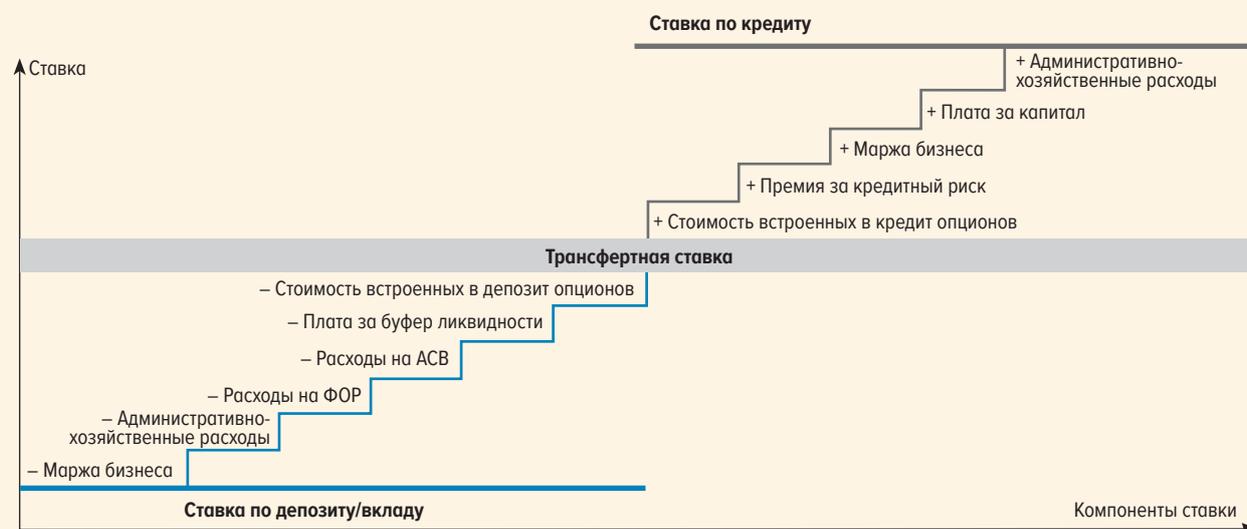
ТРАНСФЕРТНЫЕ СТАВКИ СИСТЕМНО ЗНАЧИМЫХ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ДОХОДНОСТИ ПЕРЕД РЕШЕНИЕМ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 26.07.2024 Рис. 11.1



Примечание. Трансфертные ставки приведены как среднее по системно значимым кредитным организациям. Источник: Банк России, SWBonds, опрос кредитных организаций.

### ФОРМИРОВАНИЕ СТАВОК ПО ДЕПОЗИТНЫМ И КРЕДИТНЫМ ПРОДУКТАМ ДЛЯ КЛИЕНТОВ БАНКА С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ТРАНСФЕРТНОЙ КРИВОЙ

Рис. 11.2



Источник: Банк России.

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

Учет издержек и премий за риск по различным операциям может оказывать существенное влияние на ценообразование банковских продуктов, корректируя реакцию процентных ставок по депозитам, кредитам и корпоративным облигациям на изменения уровня и наклона безрисковой кривой. К ключевым издержкам и рискам относятся операционные издержки, кредитные риски для отдельных сегментов и заемщиков, затраты на отчисления в систему страхования вкладов и формирование обязательных резервов (подробнее об издержках и рисках см. в приложении 7 к [ОНЕГДКП 2018–2020](#)).

Так, в 2016–2017 годах сочетание осторожной политики банков при отборе заемщиков, ограничивающей доступ наиболее рискованных заемщиков к рынку, и восстановления российской экономики способствовало снижению премий за кредитный риск, заложенных в ставки по кредитам, и, соответственно, вносило вклад (наряду с ожиданиями относительно дальнейшего снижения ключевой ставки) в более быстрое снижение среднерыночных ставок на кредитном рынке по сравнению с ключевой ставкой и ставками денежного рынка.

Более того, при определенных условиях возможно расхождение динамики трансфертных ставок и ставок для конечных заемщиков. Например, в 2014 году в сегменте долгосрочного кредитования населения важным фактором динамики ставок было изменение структуры рынка – замещение долгосрочных потребительских кредитов и автокредитов менее рискованными ипотечными кредитами. В результате уменьшение риск-премии привело к снижению долгосрочных ставок розничного кредитования, несмотря на рост ключевой ставки и ставок МБК в течение года. Также возможна и обратная ситуация: когда при некотором снижении трансфертной ставки вслед за безрисковой кредитная ставка может повыситься за счет опережающего роста стоимости риска.

На конечную ставку для клиента может также влиять и стоимость опционов, встроенных в банковский продукт (кредит или депозит). Встроенные опционы представляют возможность для банка или заемщика изменить объем или время денежных потоков. Например, для депозита – это право клиента досрочно изъять средства или, наоборот, доразместить по ранее зафиксированной ставке. Для кредита – автоматическая валютная конвертация при определенном уровне курса или дополнительное привлечение средств в рамках открытой линии. Кроме того, конечная ставка для заемщика по отдельным видам кредитов может оказаться ниже из-за реализации государственных программ льготного кредитования. В этом случае разница между льготной и рыночной ставками будет возмещаться банку за счет бюджетной субсидии.

Дополнительное влияние на формирование процентных ставок для реального сектора экономики могут оказывать характеристики финансового рынка, включая степень его сегментации, уровень конкуренции за средства вкладчиков или за наиболее качественных заемщиков, особенности бизнес-моделей отдельных участников и регулирования финансового сектора в целом.

К модификации расчета трансфертной кривой могут приводить и существенные изменения в функционировании финансовых рынков. До 2015 года эталонным показателем при ценообразовании банковских продуктов на сроках свыше 30 дней являлись государственные облигации (ОФЗ). В среднем спред ОФЗ к процентным инструментам IRS (своп-спред) с 2016 года составлял от -0,67 до -0,26 для срочности 1–3 года, однако в IV квартале 2023 года существенно расширился из-за изменения баланса спроса и предложения на рынке краткосрочных ОФЗ. С одной стороны, Минфин России предпочитал размещать преимущественно долгосрочные облигации, сглаживая график погашения госдолга, что ограничивало предложение ОФЗ с короткими сроками погашения. С другой стороны, наблюдался повышенный спрос СЗКО на эти бумаги, что можно объяснить двумя причинами. Во-первых, дополнительный спрос на ОФЗ как на высоколиквидные активы был связан с подготовкой банков к отмене послаблений по НКЛ с 1 марта 2024 года, которые были введены после реализации геополитических рисков в 2022 году. Во-вторых, в условиях постепенного ужесточения денежно-кредитной политики банки для сокращения процентного риска стали предпочитать вложения в более короткие ОФЗ с дюрацией не более 3 лет, которые можно быстро продать/погасить и реинвестировать в более доходные бумаги. В результате короткий конец кривой бескупонной доходности оказался существенно ниже уровня ключевой ставки и инструментов денежного рынка, что, однако, практически не повлияло на трансфертную кривую. Причиной этого стал переход банков на IRS в качестве рыночного бенчмарка при расчете трансфертных ставок как на инструмент, более подходящий новым реалиям. Таким образом, несмотря на изменившуюся конъюнктуру долгового рынка, механизм определения трансфертных ставок банками остался работоспособным, верно отражающим фактический уровень ключевой ставки и ожидаемую участниками рынка траекторию по ней.

## ВРЕЗКА 12. РЕГИОНАЛЬНАЯ НЕОДНОРОДНОСТЬ ЭКОНОМИКИ РОССИИ И РАБОТА ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА

### Банк России придает большое значение изучению региональных особенностей экономики и учитывает их влияние на трансмиссию решений по денежно-кредитной политике

Россия относится к числу стран, которым присуща выраженная региональная неоднородность. Это может быть связано с географическим расположением страны. Например, регионы Дальнего Востока преимущественно имеют внешнеэкономические связи со странами Азии, а западная часть России – с Европой. Также неоднородность может быть следствием разной структуры экономик регионов. Например, в южных регионах традиционно более развиты сельское хозяйство и туризм, а в северных – добыча полезных ископаемых; промышленные предприятия также распределены по регионам неравномерно.

Единая денежно-кредитная политика может не полностью соответствовать бизнес-циклу каждого региона, оказывая неодинаковое влияние на их экономику, а именно на **инфляцию, выпуск, инвестиции, безработицу** и так далее. Неоднородность реакций региональных показателей на проводимую денежно-кредитную политику связана, во-первых, с их чувствительностью к изменению процентных ставок. Чувствительность в свою очередь зависит от **отраслевого состава региона**, соотношения мелких и крупных фирм – лидеров рынка и количества выданных кредитов малым фирмам. Во-вторых, значение имеют и сами величины банковских ставок, которые отличаются от региона к региону в зависимости от банковской конкуренции, уровня риска и качества институтов. **При этом трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики работает лучше в регионах с более диверсифицированной отраслевой структурой экономики, высоким качеством жизни и низким уровнем неравенства, развитым банковским сектором и высокой степенью доступности финансовых услуг, низким уровнем кредитного риска и развитым кредитно-депозитным рынком.**

Среди **основных факторов региональной неоднородности** на сегодня можно выделить следующие:

- **отраслевая специфика экономики региона и размер предприятий в регионе:** чем выше доля обрабатывающей промышленности и меньше доля отраслей и предприятий с большим числом льготных программ, тем сильнее экономика реагирует на меры денежно-кредитной политики;
- **уровень кредитного риска и закредитованности в регионе:** чем они выше, тем слабее может работать процентный канал трансмиссии;
- **банковская конкуренция:** чем она выше, тем лучше региональные банковские ставки реагируют на меры денежно-кредитной политики;
- **величина среднедушевых доходов населения:** в регионах с более высоким среднедушевым доходом ужесточение денежно-кредитной политики приводит к более сильному сокращению доходного неравенства;
- **источники доходов и внутрирегиональное неравенство по доходам:** со снижением ставки растут доходы от труда, активов и бизнеса, а выплаты через трансферты при прочих равных не изменяются. Это приводит к более сильной реакции на меры денежно-кредитной политики агентов с более высоким уровнем дохода;
- **различия домохозяйств в предельной склонности к сбережению и потреблению в регионе:** более обеспеченные слои населения, характеризующиеся большей предельной склонностью к сбережению, сильнее реагируют на ужесточение денежно-кредитной политики;
- **качество жизни и уровень экономического развития региона в целом, доступность финансовых услуг в регионе:** чем они выше, тем лучше работает процентный канал трансмиссии как один из основных.

Банк России при принятии решений по денежно-кредитной политике рассматривает текущую экономическую ситуацию не только в целом по стране, но и по регионам. Это позволяет лучше понять особенности работы трансмиссионного механизма, а также то, почему экономика России может неоднородно и с определенным временным лагом реагировать на денежно-кредитную политику. Основная задача регионального анализа – понять, какие тренды зарождаются на уровне регионов, каждый из которых имеет свою отраслевую специализацию и особенности, связанные с различными факторами неоднородности, и насколько этот тренд может распространиться на всю Россию в целом.

Например, факторы, влияющие на урожай и, как следствие, цены на продовольственные товары, первыми проявляются в регионах Юга, Урала и Сибири. Климатические и иные условия в этих

регионах определяют подавляющую часть урожая страны. А ценовая динамика в них часто является опережающей для остальных регионов, куда завозится вместе с продукцией. Анализируя ситуацию в сельском хозяйстве этих регионов, такую как информация о посевной, об уборочной кампании, состоянии озимых, состоянии посевов и погодные условия в сельскохозяйственных регионах, ожидания крупных сельхозпроизводителей по урожаю, можно оценить основные риски, способствующие росту издержек производителей, которые непосредственно закладываются в стоимость и отпускные цены будущей продукции.

Таким образом, региональный анализ – полезный инструмент принятия решений в области денежно-кредитной политики. Во-первых, влияние таких решений отличается от региона к региону. Во-вторых, анализ экономических показателей по регионам помогает лучше понять факторы их текущей динамики. В-третьих, в отдельных регионах новые тренды в экономической активности начинают зарождаться раньше, чем по стране в целом. Такая информация помогает принимать своевременные решения.

## Приложение 2. Показатели инфляции, используемые Банком России

**Для всестороннего анализа динамики цен Банк России в дополнение к годовой инфляции также использует разнообразные показатели текущего инфляционного давления и устойчивой инфляции**

Банк России проводит денежно-кредитную политику для обеспечения ценовой стабильности. Цель Банка России – годовая инфляция вблизи 4%. В качестве целевого показателя используется индекс потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемый Росстатом. В 2024 году он рассчитывается на основе стоимости 566 товаров и услуг. Этот индекс широко применяется в экономической практике. Годовой прирост ИПЦ удобен для анализа долгосрочной динамики цен. Для оценки текущего инфляционного давления Банк России использует ряд дополнительных показателей.

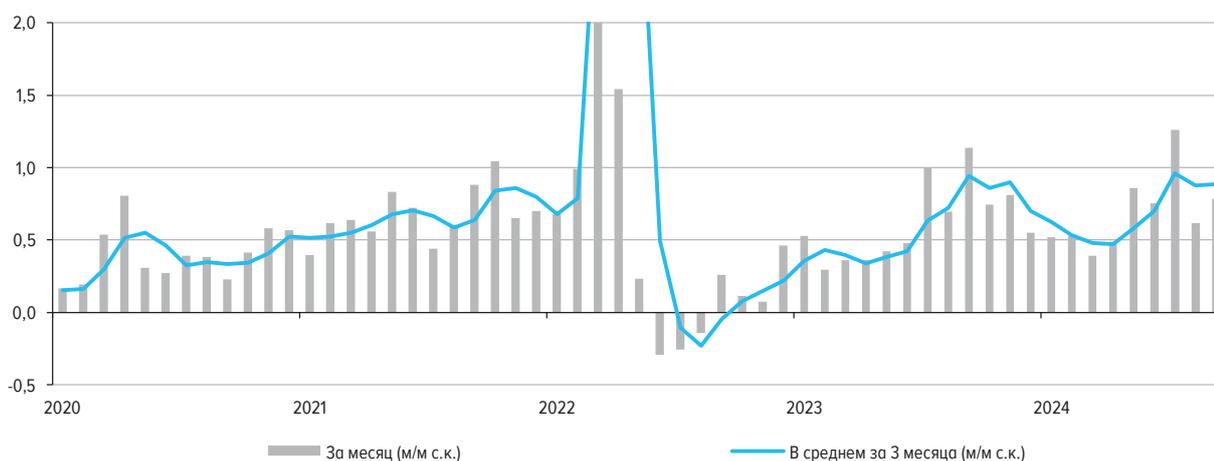
### Показатели текущей ценовой динамики

Для анализа текущей динамики цен используется показатель прироста ИПЦ за месяц (м/м). Он пригоден для анализа внутригодовой динамики ИПЦ, но сильно подвержен сезонным изменениям цен. Сезонные факторы существенно влияют на цены. Но поскольку они обычно постоянны год от года, на рост цен в годовом сопоставлении они не влияют. Чтобы показатель месячного прироста ИПЦ отражал ускорение или замедление роста цен без учета сезонных колебаний, проводится процедура сезонной корректировки.

Сезонная корректировка помогает устранить влияние временных факторов на месячные приросты цен, делая их более стабильными для анализа. Несмотря на удаление сезонного компонента, месячный прирост ИПЦ (м/м с.к.) остается довольно изменчивым показателем. Цены отдельных товаров могут существенно колебаться в результате краткосрочных шоков, которые зачастую затухают в течение месяца. Затухание краткосрочных колебаний видно при сравнении сезонно скорректированного ИПЦ с показателем усредненного прироста ИПЦ за последние 3 месяца (3 м/м с.к.), который используется для сглаживания резких ценовых колебаний. Например, в ноябре 2023 – апреле 2024 года месячный прирост цен (с.к.) то увеличивался, то уменьшался. Усредненный показатель (3 м/м с.к.) при этом стабильно снижался, что указывает на формирование дезинфляционного тренда.

СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЙ ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (%)

Рис. П-3



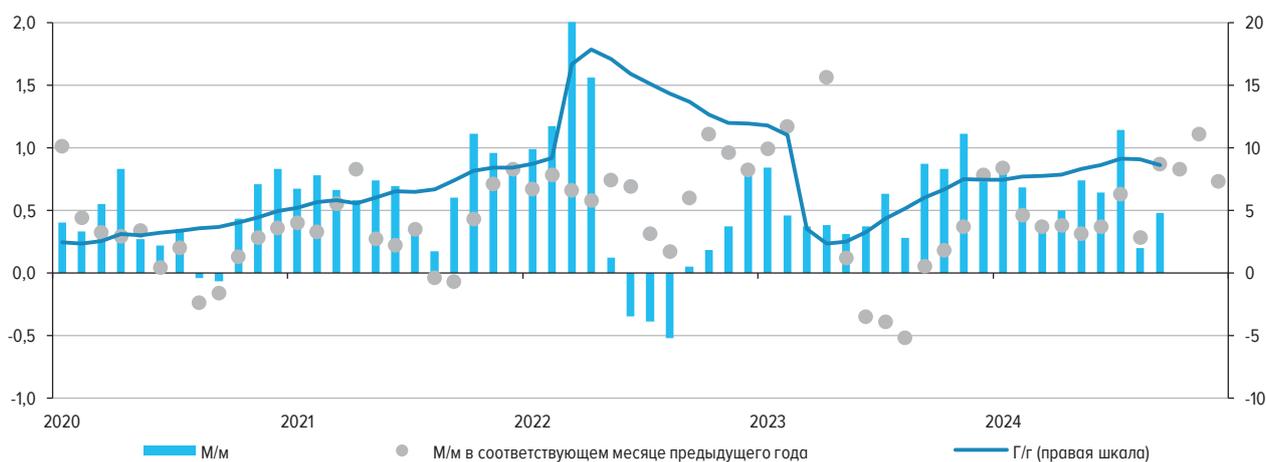
## О соотношении годовых и месячных приростов цен

Показатель годовой инфляции (г/г) складывается из месячных приростов цен (м/м) за последние 12 месяцев. Например, инфляция в апреле (г/г) складывается из 12 месячных приростов цен (м/м) с мая предыдущего года по апрель текущего. Показатель годовой инфляции между двумя соседними месяцами обычно меняется не очень сильно: для соседних месяцев 11 из 12 приростов цен м/м одинаковы. В отдельный месяц годовая инфляция изменяется лишь на разницу в месячных приростах цен в этом месяце и соответствующем месяце предыдущего года (влияние соответствующего месяца на годовую инфляцию часто называют эффектом базы). Например, в апреле 2024 года годовая инфляция увеличилась на 0,12 п.п., до 7,84%, что соответствует разнице приростов цен м/м в марте этого (0,50%) и прошлого (0,38%) годов.

Таким образом, динамика показателя годовой инфляции может не совпадать с динамикой приростов м/м. Показатель годовой инфляции будет снижаться, когда приросты цен м/м будут ниже уровня соответствующих месяцев прошлого года.

СООТНОШЕНИЕ МЕСЯЧНЫХ И ГОДОВЫХ ТЕМПОВ ИНФЛЯЦИИ (%)

Рис. П-4



Источник: Банк России.

## Показатели устойчивой инфляции

Устойчивая инфляция – это часть общей динамики цен, характерная для большинства товарных групп. Она особенно важна для анализа среднесрочных тенденций в инфляции и ее прогнозирования в целях принятия решений по ключевой ставке. Для этого необходимо выделить устойчивую часть инфляции, очищенную от так называемого шума.

Под «шумом» обычно понимаются временные, случайные колебания цен, часто вызванные изменениями относительных цен на отдельные товары или услуги. Траектории цен некоторых товаров сильно отличаются от большинства других. Это приводит к выбросам в распределении изменений цен. Такие колебания обусловлены краткосрочными факторами, которые быстро угасают. Их учет в анализе среднесрочной динамики цен снижает точность прогноза.

Не всегда можно четко разделить характер и продолжительность воздействия отдельных факторов и, как следствие, однозначно выделить стабильную часть инфляции. Поэтому центральные банки используют разнообразные показатели устойчивой инфляции и различные подходы для их оценки. Эти подходы делятся на статистические и модельные. Статистические предполагают использование определенного расчетного алгоритма, который исключает из данных «зашумляющие» компоненты. Модельные основаны на оценке равновесной траектории инфляции в рамках определенной модели.

Нет универсального показателя устойчивой инфляции, который бы работал во всех ситуациях. На практике каждый индикатор имеет свои преимущества и недостатки, что требует постоянного мониторинга большого набора данных.

В Банке России применяется множество показателей устойчивой инфляции для анализа. В этом разделе приведены лишь некоторые примеры, но их перечень далеко не полон.

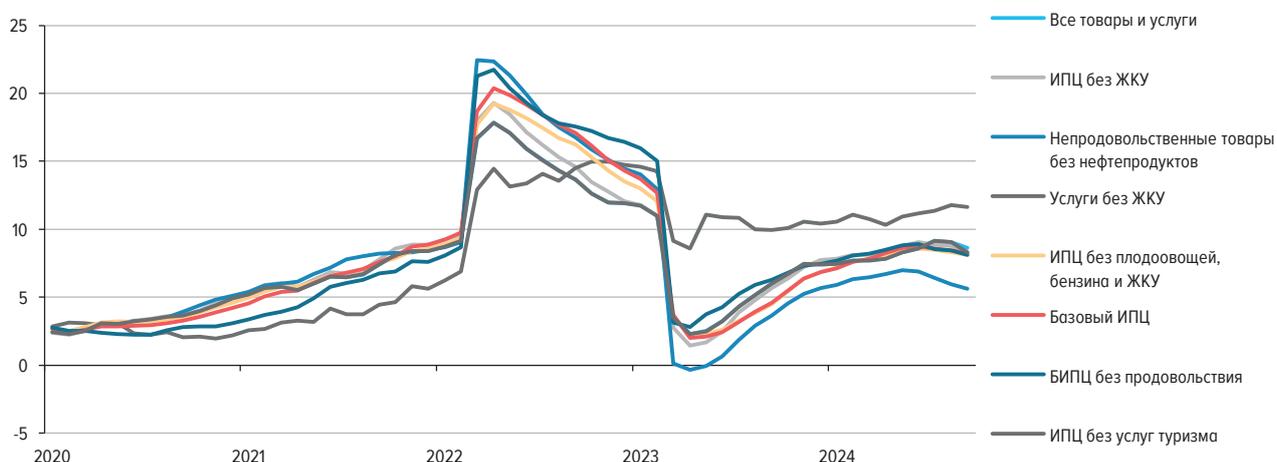
### Статистические субиндексы с исключением фиксированного набора компонентов или исключением плавающего набора компонентов

При применении первого подхода из потребительской корзины исключаются конкретные компоненты. Обычно это компоненты с высокой исторической волатильностью (например, цены на топливо, свежие овощи и фрукты), сезонными колебаниями (например, цены на овощи и фрукты) или регулируемые (например, цены на алкоголь или коммунальные услуги). Вес оставшихся в корзине компонентов ИПЦ корректируется так, чтобы их сумма составляла 100% новой корзины. Рассчитанный таким методом средний взвешенный показатель субиндексов представляет собой модифицированный показатель базовой инфляции. Частными примерами подхода являются:

- базовая инфляция Росстата,
- ИПЦ с исключением жилищно-коммунальных услуг,
- ИПЦ с исключением плодоовощной продукции, нефтепродуктов и жилищно-коммунальных услуг,
- базовая инфляция без продовольственных товаров,
- прирост цен на непродовольственные товары без нефтепродуктов,
- прирост цен на услуги без жилищно-коммунальных услуг,
- прирост цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции.

Периодически Росстат обновляет состав корзины для расчета инфляции: добавляет новые товары и услуги, которые становятся востребованными, и удаляет устаревшие. Новые товары и услуги могут иметь другие ценовые характеристики по сравнению с предыдущими. Поэтому такие изменения существенно влияют на внутригодовую сезонность динамики цен. Помимо этого, методология расчета изменения цен отдельных товаров и услуг может совершенствоваться, что также отразится на сезонности динамики цен.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ФИКСИРОВАННОГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ (%) *Рис. П-5*



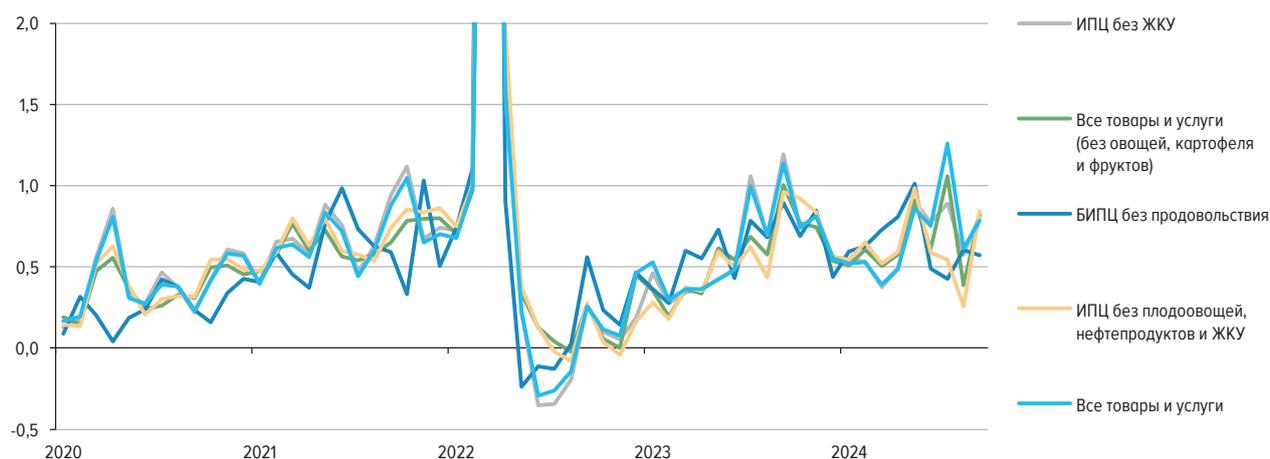
Ярким примером ценовой волатильности, связанной с изменением методологии, являются цены услуг туризма. Так, в 2023 году Росстат обновил список направлений зарубежного туризма и добавил туристические поездки на Черноморское побережье и в Крым. С 2021 года изменились даты наблюдений за ценами внутри месяца. Из-за этого в ценах стали учитываться новогодние туры, которые раньше не попадали в наблюдение. Такие изменения в сезонности снижают качество оценки сезонно скорректированных данных и увеличивают их волатильность. Поэтому Банк России также анализирует динамику цен с исключением услуг туризма.

В I квартале 2024 года рост ИПЦ замедлялся в целом при стабильной динамике показателей устойчивой инфляции. Это указывает на преобладание разовых факторов в динамике цен. При этом их вклад в январе – феврале 2024 года был скорее положительным, а в марте – апреле – отрицательным.

При расчете показателей с исключением плавающего набора компонентов из общего показателя динамики цен удаляются компоненты исходя из принятого критерия. Состав корзины для расчета показателя меняется каждый месяц. Преимущество подхода в том, что он позволяет абстрагироваться от крупных разовых изменений цен на позиции, которые обычно не являются

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

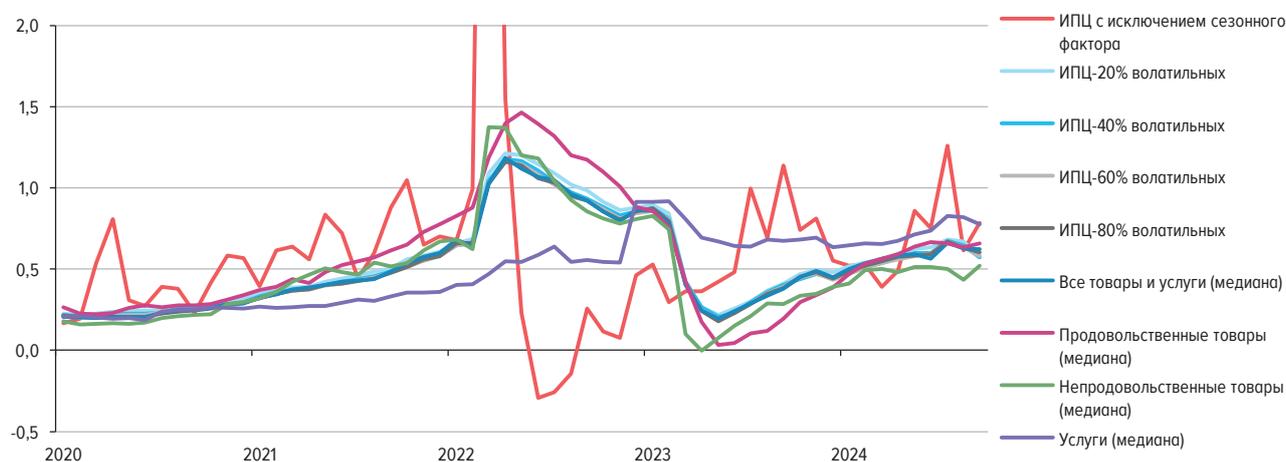
Рис. П-6



Источник: Банк России.

МЕСЯЧНЫЙ ПРИРОСТ СУБИНДЕКСОВ ИНФЛЯЦИИ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ ПЛАВЮЩЕГО НАБОРА КОМПОНЕНТОВ (%)

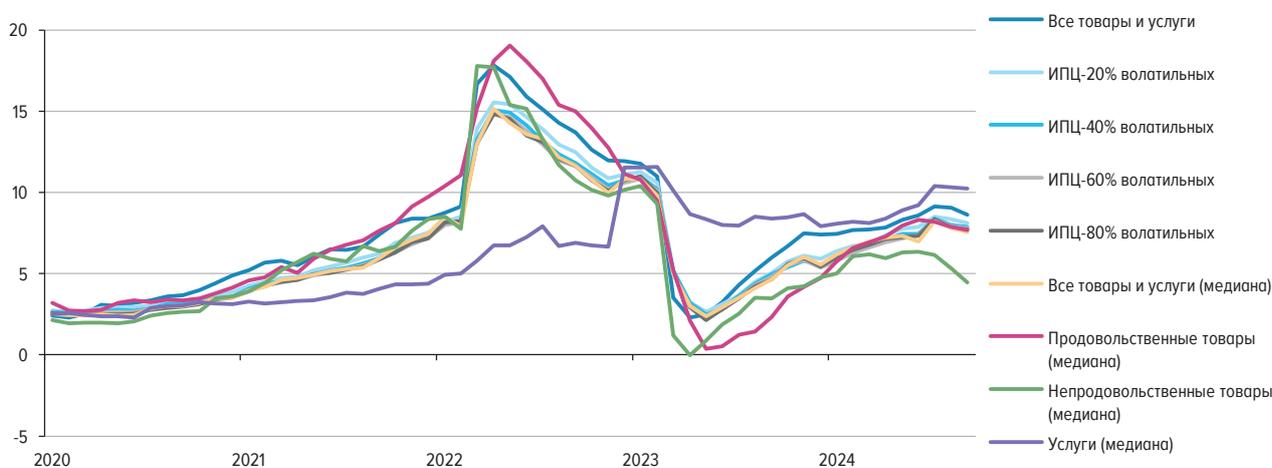
Рис. П-7



Источник: Банк России.

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

Рис. П-8



Источник: Банк России.

волатильными. Эти показатели также могут дать представление о том, насколько широким кругом категорий товаров и услуг определяются колебания инфляции:

- медиана совокупного распределения приростов цен;
- медианы приростов цен по позициям с высокой и низкой зависимостью от динамики валютного курса;
- показатель с усечением хвостов распределения: 20%, 40%, 60%, 80%. Усечение на основе критерия оптимальности, при котором ищутся такие параметры, при которых на исторических данных усеченный показатель наиболее близок к среднему приросту цен;
- показатель с исключением наиболее волатильных (10%, 20%, 30%, 40%) субиндексов инфляции за последние 3 месяца или 24 месяца;
- ИПЦ с измененными весами: вес каждого субиндекса корректируется обратно пропорционально дисперсии приростов цен за скользящий год.

Очистка от волатильных или экстремальных наблюдений дает понять, что цены на большинство товаров и услуг с декабря 2023 года росли устойчиво повышенными темпами.

### Модельные показатели устойчивой инфляции

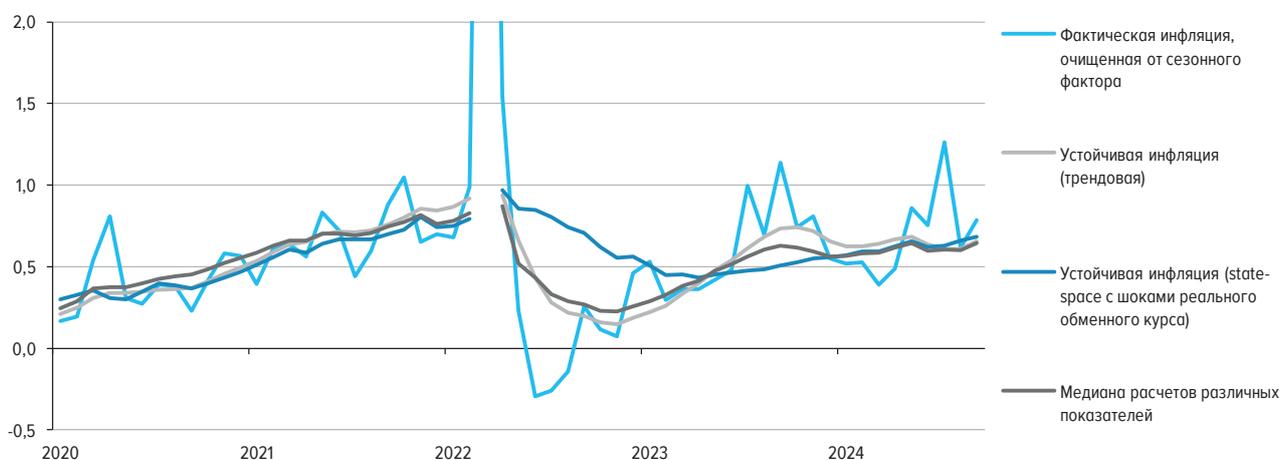
При оценке модельных показателей под устойчивой инфляцией понимается темп роста цен, который наблюдается в экономике в отсутствие шоков предложения, шоков спроса, разовых изменений относительных цен и других шоков, то есть в ситуации равновесия в экономике. Для выделения вклада шоков строятся эконометрические модели, которые оценивают влияние на инфляцию факторов, отклоняющих текущее состояние экономики от равновесного. Поскольку равновесное состояние экономики является ненаблюдаемым, устойчивая инфляция в этом контексте также остается ненаблюдаемой величиной. Для ее оценки Банк России использует:

- модели, направленные на оценку трендовой инфляции (например, динамическая факторная модель, учитывающая 46 субиндексов ИПЦ);
- модели ненаблюдаемых компонентов с поправкой на различные шоки, в том числе шоки реального валютного курса.

Анализ данных за вторую половину 2023 года и первую половину 2024 года показывает, что, несмотря на отдельные колебания, темп устойчивой инфляции продолжает снижаться. Это указывает на стабилизацию инфляционных процессов, хотя темп роста цен все еще остается повышенным из-за высокого спроса, опережающего возможности предложения.

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

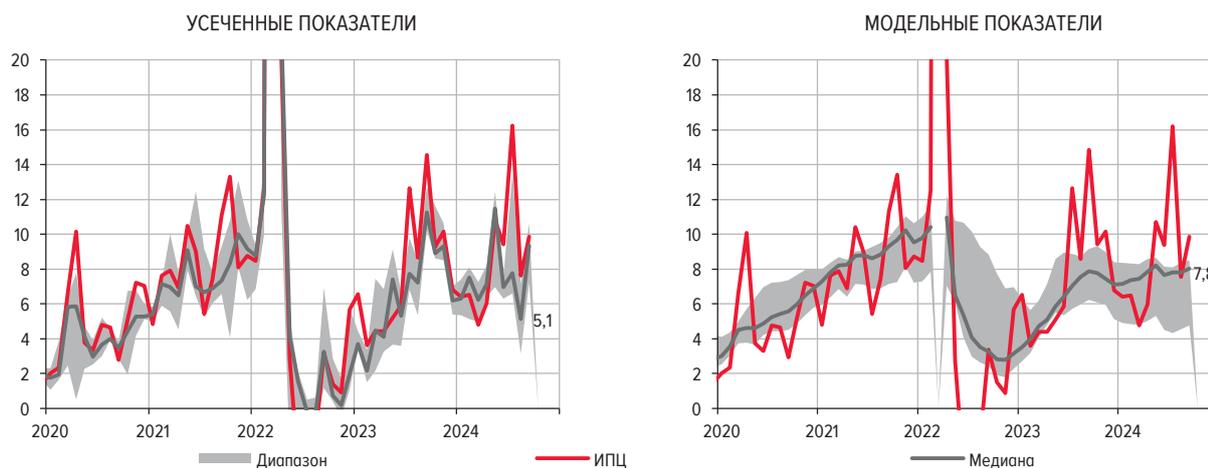
Рис. П-9



Источник: Банк России.

МЕДИАНА УСЕЧЕННЫХ И МОДЕЛЬНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ (%)

Рис. П-10



Источник: Банк России.

Использование разнообразных показателей позволяет Банку России проводить всесторонний анализ инфляции. Так, статистические показатели устойчивой инфляции, которые помогают анализировать каждую конкретную точку данных, в целом указывают, что текущее ценовое давление остается повышенным. В то же время модельные показатели, ориентированные на определение равновесного уровня инфляции, указывают на более слабое текущее ценовое давление, чем в 2021 году – в начале 2022 года.

Банк России анализирует большое число показателей устойчивой инфляции. При принятии решений проводится и анализ динамики отдельных показателей с учетом их индивидуальных свойств, и агрегация показателей для оценки центральной тенденции. Одним из способов иллюстрации общей тенденции показателей является их медиана. Чаще всего оцениваются отдельно медианы статистических и модельных показателей.

## Приложение 3. Количественный анализ причин отклонения инфляции от цели и декомпозиция ВВП на шоки

**В 2023 году инфляция отклонилась вверх от цели в основном из-за более значительного, чем ожидалось, роста издержек производителей, а также увеличения расходов бюджета и недостаточного для замедления инфляции в этих условиях уровня ключевой ставки**

Традиционный количественный анализ причин отклонения инфляции от целевого уровня 4% позволяет более детально и структурно взглянуть на динамику инфляции в российской экономике в 2023 году. В ОНЕГДКП 2025–2027 этот анализ был расширен. Так как в последние годы динамика совокупного спроса и предложения вносила существенный вклад в объяснение природы инфляции в России, текущий анализ был дополнен оценкой декомпозиции ВВП на шоки. При этом стоит различать декомпозицию показателей на шоки и на факторы. Основное отличие в интерпретации в следующем: декомпозиция на шоки показывает, каким образом внешние (экзогенные), не объясняемые моделью шоки влияли на динамику макропоказателя, а декомпозиция на факторы показывает, из каких внутренних (эндогенных) по отношению к модели факторов складывается динамика определенного макропоказателя. Кроме того, любая декомпозиция отражает среднюю динамику показателя в целом за год, на которую влияет изменение факторов из предыдущих периодов (с учетом лаговой структуры модели), что может сильно отражаться на интерпретации шоков внутри года (2023 год был неоднородным по внутриквартальной динамике основных макроэкономических показателей). Также все декомпозиции строятся на определенных винтажных данных, которые пересматриваются Росстатом ретроспективно, что усложняет сравнительный анализ декомпозиций из разных временных периодов.

Для всех декомпозиций использовалась [«Квартальная прогнозная модель России с блоком рынка труда»](#).

### Декомпозиция отклонения инфляции от целевого уровня на шоки

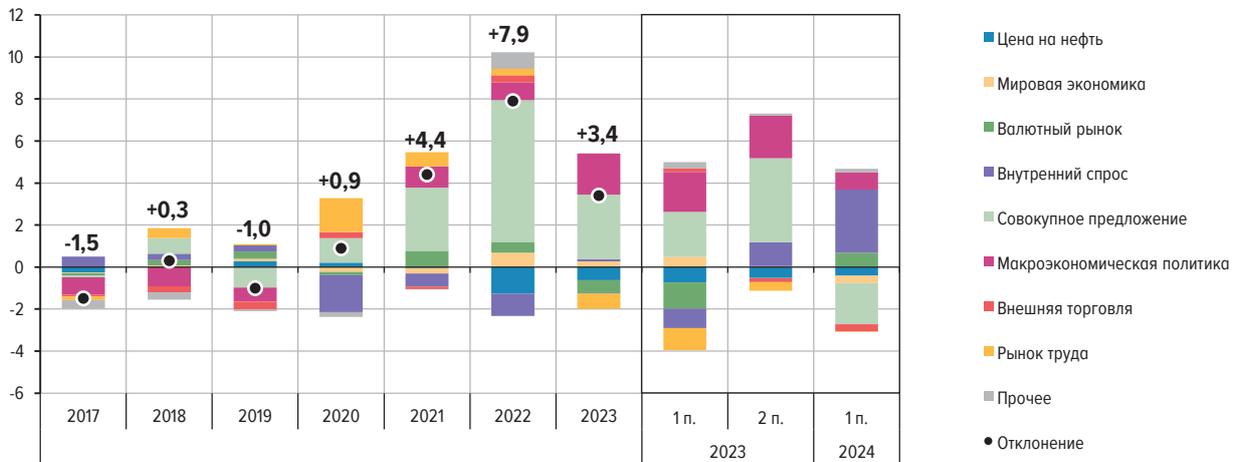
На рис. П-11 представлена декомпозиция отклонения инфляции от целевого уровня 4% на шоки. Для периода 2017–2022 годов отражен показатель годовой инфляции (% декабрь к декабрю), а для 2023–2024 годов – темпы роста цен за полугодие с учетом сезонной корректировки.

В 2023 году отклонение инфляции от целевого уровня вверх составило 3,4 процентного пункта. При этом внутри года влияние различного рода шоков было **крайне неоднородным**.

**Совокупное предложение.** Основное проинфляционное воздействие продолжили оказывать **шоки совокупного предложения** (+3,1 п.п.). Это связано как с высокой инерцией (шоки совокупного предложения резко выросли в 2022 году), так и с более весомым вкладом роста издержек производителей, чем это предполагалось моделью. Шоки валютного рынка также могли отразиться в издержках: несмотря на значительное укрепление рубля в 2022 году, цены импортных товаров снижались в меньшей степени, создавая таким образом буфер, снижающий зависимость цен на импортные товары от обменного курса. В середине 2023 года вслед за ослаблением рубля импортеры вновь повысили цены на товары. Особенностью интерпретации модели подобной динамики является то, что она может вносить неопределенность в разграничение шоков, из-за чего часть шоков валютного курса будет учитываться в качестве шоков совокупного предложения. Помимо этого, усиление санкций в части экспортных ограничений недружественными странами привело к необходимости поиска альтернативных путей импорта зарубежных товаров и услуг, что также является положительным вкладом в инфляцию со стороны предложения.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ ОТ ЦЕЛЕВОГО УРОВНЯ 4% НА ШОКИ\*  
(п.п. в среднем за период)

Рис. П-11



\* Для периодов 2023–2024 годов изображена декомпозиция темпа роста за полугодие с сезонной корректировкой.  
Источник: расчеты Банка России.

**Мировая экономика.** Вклад **шоков мировой экономики** в отечественную инфляцию по итогам года оказался относительно небольшим (0,3 п.п.): поддержание жесткой денежно-кредитной политики в большинстве зарубежных стран снижало внешний спрос на отечественные товары и услуги. При этом, несмотря на снижение мировых цен на большинство сырьевых товаров в 2023 году, их относительная цена оставалась достаточно высокой. Как следствие, вклад **шоков цен на нефть** в инфляцию оказался отрицательным (-0,6 п.п.).

**Валютный рынок.** Несмотря на ослабление рубля в 2023 году, **шоки валютного рынка** оказали сдерживающий эффект на инфляцию (-0,6 п.п.). Такой результат следует интерпретировать следующим образом: модель предполагала более слабую траекторию валютного курса, связанную с ограничениями внешней торговли и увеличением внутреннего спроса, в том числе на импортные товары и услуги. Однако фактический курс в 2023 году оказался крепче, чем предполагалось в модели. Частично это связано с повышением ключевой ставки во второй половине 2023 года и возросшими продажами валютной выручки со стороны экспортеров. Кроме того, влияют и лаги эффекта переноса курса в модели: укрепление рубля во второй половине 2022 года отражается на декомпозиции инфляции за первое полугодие 2023 года, а ослабление в середине 2023 года – на инфляции в первом полугодии 2024 года. Также, как отмечалось ранее, частично шоки валютного рынка могли отобразиться в виде шоков предложения, которые давали проинфляционный вклад.

Стоит отметить, что в 2024 году реальный эффективный курс вернулся на средний уровень 2017–2021 годов. Подстройка курса соразмерна сложившейся инфляции, динамика которой была обусловлена ситуацией на стороне реального сектора.

**Рынок труда.** **Шоки рынка труда** (-0,7 п.п.) также внесли отрицательный вклад в темп роста цен. Происходящая структурная перестройка экономики с точки зрения модели предполагает большее вовлечение рабочей силы, чем по факту наблюдалось в 2023 году. В итоге, несмотря на возросшие издержки отечественных предприятий на поиск сотрудников и оплату труда, их проинфляционный эффект был компенсирован ростом интенсивности труда.

**Внутренний спрос.** Отсутствие видимого эффекта **шоков спроса** в среднем за 2023 год связано с несколькими факторами. Во-первых, динамика внутреннего спроса была разнонаправленной внутри 2023 года, из-за чего картина в среднем за год может быть недостаточно

репрезентативной. В начале года внутренний спрос только закончил восстановительный рост, и с учетом лаговых эффектов 2022 года шоки спроса отрицательно влияли на инфляцию. Однако тенденция полностью поменялась во втором полугодии, когда уже начал наблюдаться перегрев экономики, и шоки спроса начали вносить положительный вклад в инфляцию. Более того, в первом полугодии 2024 года шоки внутреннего спроса вносили максимальный вклад в отклонение инфляции от цели. Во-вторых, визуальное отсутствие шоков спроса на годовой декомпозиции может быть связано с перераспределением вклада на другие выделяемые шоки. Например, в текущей декомпозиции отдельно выделяется группа шоков макроэкономической политики, чтобы проиллюстрировать влияние принятых решений в экономической политике. Но в этих шоках неявно учитывается рост внутреннего спроса, связанный с бюджетным импульсом, что затрудняет корректное разделение их влияния на инфляцию.

**Макроэкономическая политика.** Второе по величине влияние оказали **шоки макроэкономической политики** (+2,0 п.п.). Существенную роль сыграло продолжающееся расширение расходов бюджета, а повышения ключевой ставки в 2023 году оказалось недостаточно для замедления высокой инфляции. С учетом трансмиссии и лаговой структуры модели ужесточение денежно-кредитной политики во второй половине 2023 года сначала повлияет на темпы расширения экономической активности и через них – на динамику инфляции в первой половине 2024 года. Поэтому влияние ужесточения денежно-кредитных условий в конце 2023 года более явно видно на декомпозиции ВВП.

### Декомпозиция среднегодовых темпов роста ВВП на шоки

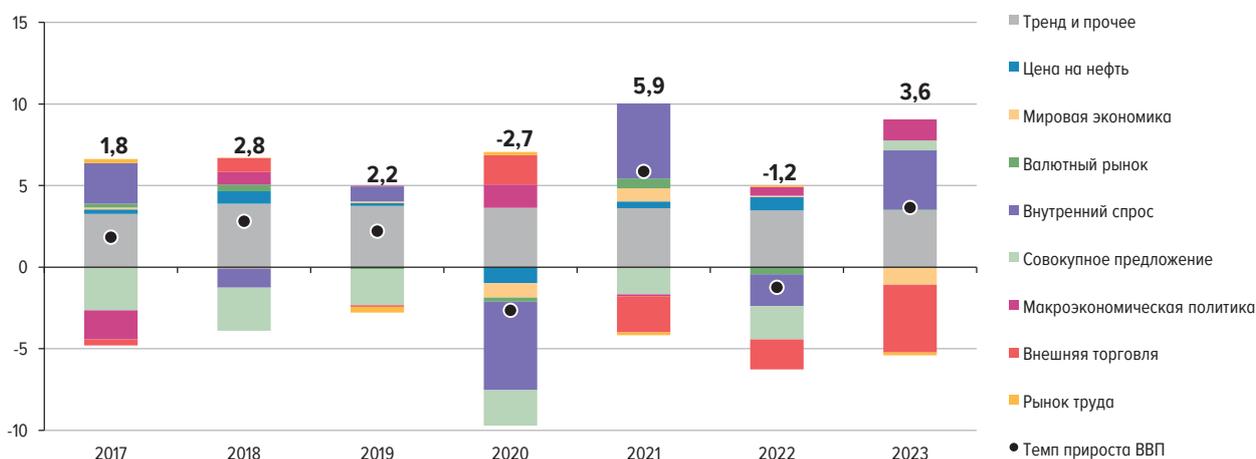
Анализ шоков спроса и предложения в динамике ВВП представлен на рис. П-12.

В **2023 году** российская экономика адаптировалась к санкционным ограничениям и развивалась в условиях структурной трансформации. Физический объем ВВП России вырос на 3,6%.

**Внутренний спрос и совокупное предложение.** Максимальный положительный вклад в темпы роста ВВП оказали **шоки внутреннего спроса** (+3,6 п.п.). Это соответствует более высокой кредитной активности, чем эндогенно предполагалось моделью. Как и в случае с декомпозицией инфляции, вклад шоков спроса был неоднородным в течение 2023 года, усилившись во второй половине указанного периода. Также в 2023 году шоки **совокупного предложения** внесли положительный (+0,6 п.п.) вклад в темпы роста отечественного выпуска, что может свидетельствовать о большем росте потенциала экономики.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПОВ РОСТА ВВП НА ШОКИ  
(п.п. в среднем за год)

Рис. П-12



**Внешняя торговля.** Одновременно с этим отрицательное влияние оказали **шоки внешней торговли** (-4,2 п.п.) из-за постепенного расширения эмбарго со стороны стран – основных потребителей отечественных энергоресурсов и поиска новых рынков сбыта российскими поставщиками нефти и газа.

**Мировая экономика.** Шоки мировой экономики также вносили отрицательный вклад (-1,1 п.п.) из-за поддержания жесткой денежно-кредитной политики за рубежом, что повлияло на снижение внешнего спроса на отечественные товары и услуги.

**Рынок труда.** Шоки рынка труда в 2023 году вносили небольшой отрицательный вклад (-0,2 п.п.) в рост ВВП из-за нехватки доступной рабочей силы. Вместе с положительным вкладом совокупного предложения это также может быть интерпретировано как увеличение интенсивности труда.

**Макроэкономическая политика.** Шоки макроэкономической политики вносили положительный вклад (+1,3 п.п.) в рост экономики в прошлом году. Существенный рост бюджетных расходов в 2022 и 2023 годах подогревал спрос как со стороны конечного потребления, так и со стороны инвестиций. Вместе с мягкой денежно-кредитной политикой во второй половине 2022 – первой половине 2023 года этот фактор способствовал росту внутреннего выпуска.

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

## Приложение 4. Разовые факторы инфляции на стороне предложения

### Банк России учитывает разовые факторы инфляции при проведении денежно-кредитной политики, так как они могут повлиять на инфляционные ожидания и привести к устойчивому отклонению инфляции от цели при отсутствии реакции со стороны денежно-кредитной политики

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

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

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

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

*Центральные банки стали обращать гораздо больше внимания на разовые факторы инфляции со стороны предложения в связи с событиями последних лет. В период пандемии в 2020–2021 годах значительное влияние на инфляцию во всем мире оказало нарушение производственных и логистических цепочек. Санкции в 2022–2024 годах вызвали еще более крупномасштабные шоки в экономике России.*

**Перебои с импортными поставками.** Уход из России иностранных производителей и поставщиков услуг (особенно транспортных), а также сложности в обслуживании внешнеторговых

операций привели к значительному росту издержек по широкому спектру товаров и услуг. Часть санкционных ограничений затрагивала лишь отдельные рынки: например, запрет на экспорт в Россию японских автомобилей с двигателем более 1,9 литра с августа 2023 года способствовал ускорению роста цен на иномарки.

**Регулируемые тарифы.** Важным фактором ценовой динамики со стороны предложения является административное регулирование. Цены могут регулироваться как напрямую, так и посредством тарифов и субсидий. Пример прямого регулирования – установление предельного размера индексации коммунальных тарифов для населения. В обычной ситуации повышение тарифов не является разовым фактором со стороны предложения и учитывается в инфляции в качестве сезонного фактора. Но в случае отклонений от графика индексации или изменения ее величины влияние может быть достаточно существенным. Сдвиг индексации тарифов с июля 2023 года на декабрь 2022 года понизил годовую инфляцию в 2023 году. В то же время бóльшая индексация тарифов с июля 2024 года вносит серьезный вклад в годовую инфляцию (0,6 п.п.). Регулирование цен посредством тарифов и субсидий создает преимущественно разовые проинфляционные эффекты. Например, увеличение НДС на реализацию бургеров с 10 до 20% с октября 2023 года привело к росту цен в сфере общественного питания как в октябре (на 1,32 п.п. с.к. выше ИПЦ), так и в последующие месяцы. Также примером может служить увеличение утилизационного сбора с 1 августа 2023 года. Его введение привело к ускорению роста цен на легковые автомобили (в среднем на 0,62 п.п. с.к. выше инфляции до конца 2023 года).

**Рынок нефтепродуктов.** Еще один пример проинфляционного влияния изменения параметров непрямого регулирования цен наблюдается на рынке нефтепродуктов. С мая по сентябрь 2023 года цены на нем росли гораздо быстрее ИПЦ (в среднем на 1,19 п.п. с.к.). Это было связано с корректировкой параметров демпфера. Последующее восстановление параметров демпфера в октябре – ноябре 2023 года привело к коррекции цен вниз, однако по итогам года рост цен на нефтепродукты все еще опережал ИПЦ. При проведении денежно-кредитной политики также учитываются косвенные эффекты от увеличения цен на нефтепродукты. Проинфляционное давление этого фактора может быть более устойчивым и затрагивать широкий набор товаров и услуг из-за растянутого во времени влияния на издержки производителей (например, транспортировку) и инфляционные ожидания.

**Флодоовощная продукция.** Цены на плодоовощную продукцию отличаются и ярко выраженной сезонностью, и в целом высокой волатильностью. Например, во второй половине 2023 года ускорился рост цен на бананы из-за перебоев в поставках и ослабления рубля. В январе – феврале 2024 года наблюдался рост цен на тепличные овощи (огурцы, помидоры) в результате роста стоимости обогрева теплиц из-за холодной погоды. Однако уже с конца I квартала 2024 года, по мере исчерпания действия разовых факторов, в ценах на эти овощи и фрукты наблюдается дезинфляционная динамика.

**Рынок мясопродуктов.** Значительный вклад в инфляцию в 2023 году внесли мясопродукты и другие продукты животного происхождения. Резкое ускорение роста цен на них было обусловлено ухудшением эпизоотической ситуации. Вспышки болезней на фабриках, где выращиваются животные, зачастую приводят к полному уничтожению поголовья в противоэпидемических целях. Так, во второй половине 2023 года в России произошли вспышки болезней на птицефабриках и среди домашних свиней. Этот разовый фактор на стороне предложения привел к резкому росту цен на мясопродукты и яйца. Дополнительно проинфляционное давление в данном сегменте товаров усугубляла низкая доступность и повышение цен на импортные вакцины, витамины и прочие товары для животных. Ограниченное санкциями и негативной эпизоотической ситуацией предложение при стабильно высоком спросе

привело к росту цен. Среднемесячный рост цен на мясопродукты и яйца во второй половине 2023 года был на 0,68 и 4,94 п.п. с.к. выше ИПЦ соответственно.

**Меры государственного регулирования.** В некоторых сферах Правительство Российской Федерации может задействовать механизмы таможенного регулирования для ограничения действия разовых факторов со стороны предложения. Так, например, в ответ на резкое увеличение стоимости яиц в связи с негативной эпизоотической ситуацией с 1 января по 30 июня 2024 года были отменены таможенные пошлины на ввоз куриных яиц для объема поставок до 1,2 млрд штук. Эта мера была направлена на сокращение разрыва между спросом и предложением и позволила добиться снижения цен на яйца в I квартале 2024 года. Обнуление таможенных пошлин на импорт также использовалось для стабилизации цен на помидоры и курицу. В непродовольственном сегменте с марта по май 2024 года действовал запрет на экспорт бензина за пределы России при одновременном увеличении минимальных лимитов продажи дизельного топлива.

Дополнительно были задействованы соглашения о стабилизации цен между органами государственной власти субъектов Российской Федерации и предприятиями розничной торговли. Эти соглашения с мая 2023 года используются для установления предельно допустимых цен на отдельные виды социально значимых продовольственных товаров первой необходимости (яйца, гречневая крупа, курица).

Меры государственного регулирования цен могут быть эффективны в краткосрочной перспективе. Однако они влекут и негативные эффекты. Формирование цен в условиях рыночной экономики отражает изменения в балансе спроса и предложения, а вмешательство в рыночные механизмы не дает производителям реагировать на эти изменения.

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

### УСЛУГИ ТУРИЗМА В РОССИИ И РАЗОВЫЕ ФАКТОРЫ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Пандемия 2020–2022 годов привела к сокращению объемов туристических услуг за счет внешнего предложения. Закрытие внешнего авиасообщения в начале пандемии и его последующее ограничение, дополнительные ПЦР-тестирования, необходимость вакцинации и другие факторы привели к переориентации населения на внутренний туризм. Санкции 2022–2024 годов в виде ограничений на перелеты, сокращения выдачи виз и сложностей с использованием российских платежных инструментов за рубежом еще больше снизили доступность зарубежного туризма. Таким образом, за последние 4 года российская экономика столкнулась с действием разовых факторов на стороне предложения туристических услуг, которые носят длительный характер.

В частности, объем продаж летних турпакетов за рубеж в июне – августе 2024 года сократился на 15–20% в сравнении с летом 2021 года. Потребители переориентировались на дружественные страны (лидером среди них является Турция – около 56% турпотока в июне – августе 2024 года), а также на внутренние направления. Однако сокращение услуг выездного туризма в настоящий момент в полной мере не компенсируется внутренним предложением. Это связано с ограничениями по вместительности средств размещения и транспорта.

В то же время рост доходов населения с 2021 года и смена предпочтений в пользу потребления большего количества услуг привел к значительному росту спроса на туризм. В результате совокупный спрос на туристические услуги превышает возможности предложения. Это привело к удорожанию как внешнего, так и внутреннего туризма.

## Приложение 5. Восприятие инфляции и инфляционные ожидания населения и бизнеса

**Инфляционные ожидания пока остаются высокими и незаякоренными, что требует поддержания более высокой ключевой ставки. Чтобы это изменить, необходимо долго поддерживать инфляцию вблизи 4%**

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

В свою очередь результаты денежно-кредитной политики Банка России влияют на инфляционные ожидания. Достижение цели по инфляции и ее сохранение на устойчиво низком уровне способствуют заякориванию инфляционных ожиданий. В условиях, когда инфляционные ожидания стабильны и привязаны к цели по инфляции, покупатели ограничивают покупки товаров в ответ на краткосрочное ускорение роста цен, так как уверены в замедлении инфляции и возвращении ее к цели. Они не берут дополнительные кредиты и не спешат тратить сбережения, поскольку их ожидания относительно долгосрочной реальной процентной ставки остаются неизменными. Таким образом, при заякоренных инфляционных ожиданиях кратковременное повышение цен сдерживает ажиотажный спрос. Заякоренные инфляционные ожидания ограничивают рост инфляции в ответ на действие временных проинфляционных факторов.

При незаякоренных инфляционных ожиданиях может наблюдаться иная ситуация. В ответ на ускорение инфляции под влиянием краткосрочных факторов население может начать предъявлять повышенный спрос на товары, ожидая, что скоро они будут стоить дороже. Этот процесс может затронуть как изначально подорожавшие товары, так и другие, в том числе товары первой необходимости. Население может тратить накопления, предполагая, что их покупательная способность снизится. Ожидание более высокой инфляции и, соответственно, более низких процентных ставок в реальном выражении в будущем может подталкивать их привлекать новые кредиты на текущие покупки. В этих условиях производители могут решиться на существенное повышение цен на более широкий круг товаров и услуг. Инфляционное давление увеличится, а отклонение инфляции от цели станет более устойчивым. В результате может потребоваться применение мер денежно-кредитной политики. При этом для возвращения инфляции к цели будет необходима более существенная реакция денежно-кредитной политики, чем при невысоких и заякоренных инфляционных ожиданиях.

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

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

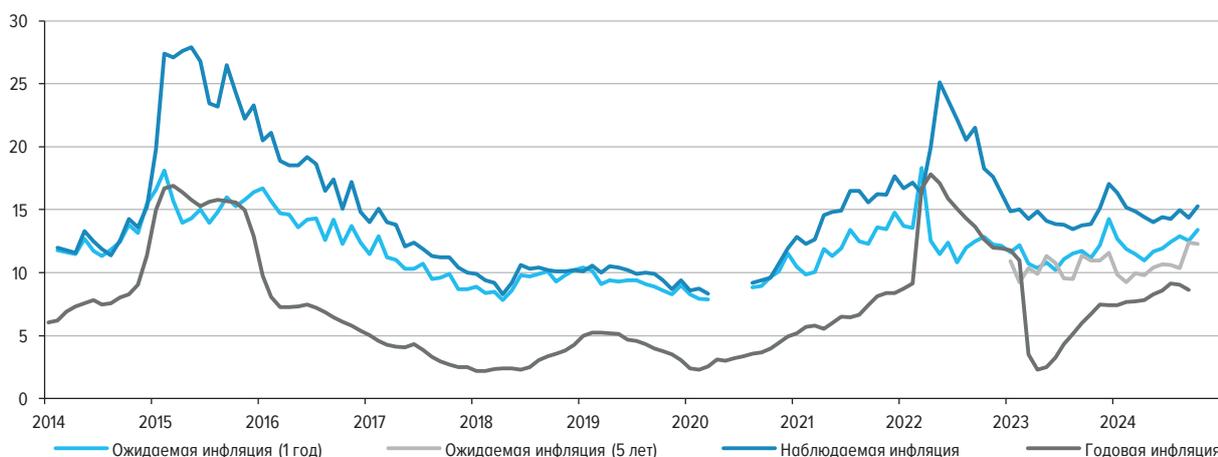
Для анализа инфляционных ожиданий населения и бизнеса Банк России в первую очередь использует данные опросов населения (проводит ООО «инФОМ» по заказу Банка России) и мониторинга предприятий (проводит Банк России)<sup>1</sup>. Дополнительными источниками данных об инфляционных ожиданиях экономических агентов являются прогнозы инфляции профессиональных аналитиков и оценки вмененной инфляции, заложенной в цены ОФЗ-ИН<sup>2</sup>.

**Инфляционные ожидания населения**, по данным опроса ООО «инФОМ», во второй половине 2023 года и январе – октябре 2024 года оставались повышенными. Они существенно возросли в ноябре – декабре 2023 года в условиях ускорения текущих темпов роста цен. К декабрю 2023 года инфляционные ожидания достигли локального максимума в 14,2%, после чего стали снижаться. За январь – апрель 2024 года они опустились до 11,0%, но с мая вновь перешли к росту и к октябрю 2024 года составили 13,4%. Динамика инфляционных ожиданий в этот период определялась преимущественно изменением текущих темпов роста цен – их повышением осенью 2023 года, снижением в I квартале 2024 года, а затем вновь ускорением с II квартала 2024 года. Это подтверждает незаякоренность инфляционных ожиданий.

**Наблюдаемая населением инфляция** во второй половине 2023 года и январе – октябре 2024 года менялась также в целом сонаправлено с изменением текущих ценовых приростов. В сентябре – декабре 2023 года она заметно возросла (с 13,8 до 17,0%), в январе – мае 2024 года снизилась до 14,0% и в июне – октябре менялась незначительно, оставаясь в диапазоне 14,2–15,3%. Фактическая динамика цен транслировалась в оценки населением текущей и будущей инфляции преимущественно через изменение стоимости товаров-маркеров. В сентябре – декабре 2023 года выросла обеспокоенность респондентов ростом цен на большинство наиболее часто покупаемых товаров и услуг. К октябрю 2024 года опрошенные

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

Рис. П-15



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

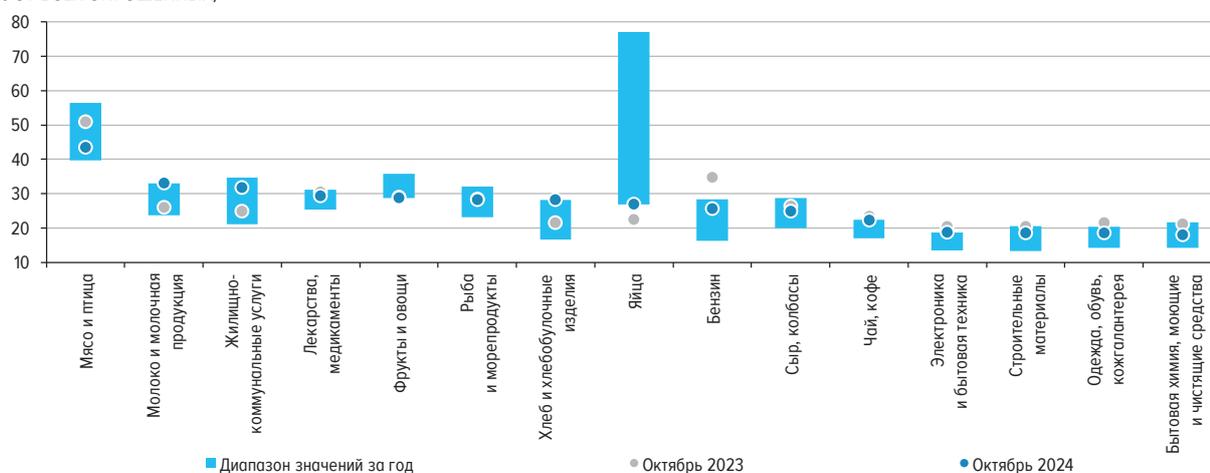
<sup>1</sup> Результаты мониторинга предприятий представлены в ежемесячном информационно-аналитическом комментарии [«Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии»](#).

<sup>2</sup> Анализу инфляционных ожиданий разных экономических агентов посвящен ежемесячный информационно-аналитический комментарий [«Инфляционные ожидания и потребительские настроения»](#).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ РЕСПОНДЕНТОВ НА ВОПРОС «НА КАКИЕ ОСНОВНЫЕ ПРОДУКТЫ, ТОВАРЫ И УСЛУГИ ЦЕНЫ ЗА ПОСЛЕДНИЙ МЕСЯЦ ВЫРОСЛИ ОЧЕНЬ СИЛЬНО?»

Рис. П-16

(% ОТ ВСЕХ ОПРОШЕННЫХ)



Источник: ООО «инФОМ».

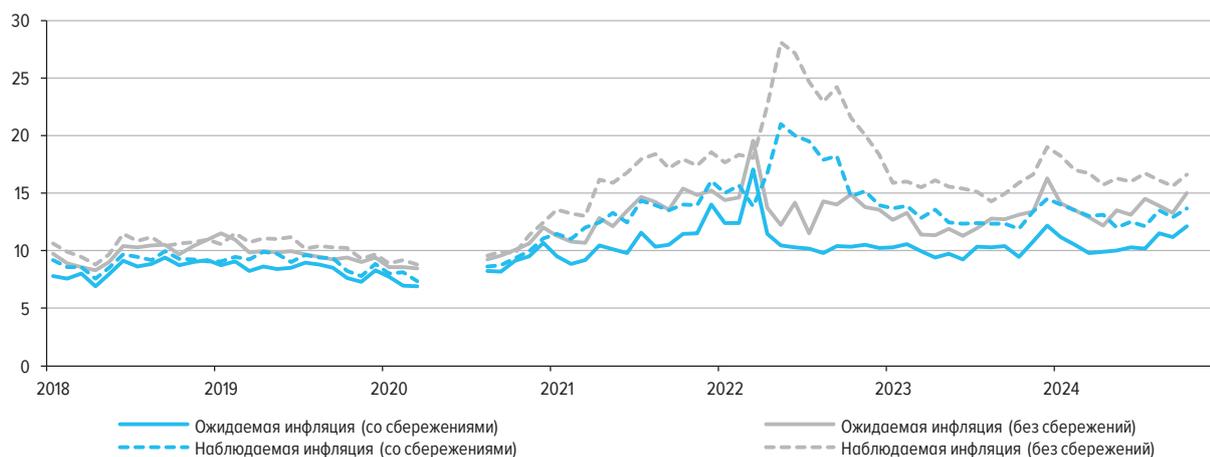
чаще всего сообщали о росте цен на мясо, птицу, молоко и молочную продукцию, а также о повышении тарифов на жилищно-коммунальные услуги.

В разрезе подгрупп респондентов со сбережениями и без них динамика как инфляционных ожиданий, так и наблюдаемой инфляции во второй половине 2023 года и январе – октябре 2024 года была в целом однонаправленной. При этом уровень и волатильность оценок наблюдаемой и ожидаемой инфляции у опрошенных без сбережений оставались более высокими, чем у тех, у кого сбережения есть. У респондентов со сбережениями инфляционные ожидания в рассматриваемый период находились в интервале от 9,4% (октябрь 2023 года) до 12,2% (декабрь 2023 года). В октябре 2024 года их значение составило 12,1%. У опрошенных без сбережений ожидания были в диапазоне от 12,0% (июль 2023 года) до 16,3% (декабрь 2023 года). В октябре 2024 года они были равны 15,0%. Инфляционные ожидания респондентов со сбережениями можно считать более рациональными. Граждане, входящие в эту подгруппу, как правило, имеют более высокий уровень дохода и более внимательно следят за ситуацией в экономике из-за заинтересованности в сохранении своих накоплений.

ОЖИДАЕМАЯ И НАБЛЮДАЕМАЯ ИНФЛЯЦИЯ ПО ПОДГРУППАМ РЕСПОНДЕНТОВ (МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА)

Рис. П-17

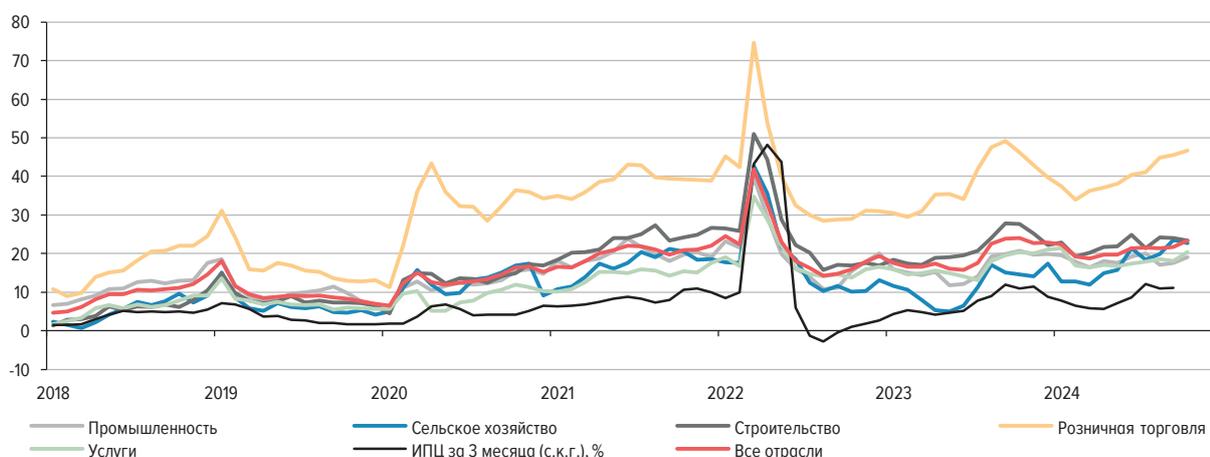
(%)



Источник: ООО «инФОМ».

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОСНОВНЫМ ОТРАСЛЯМ  
(БАЛАНС ОТВЕТОВ, П., С.К.)

Рис. П-18



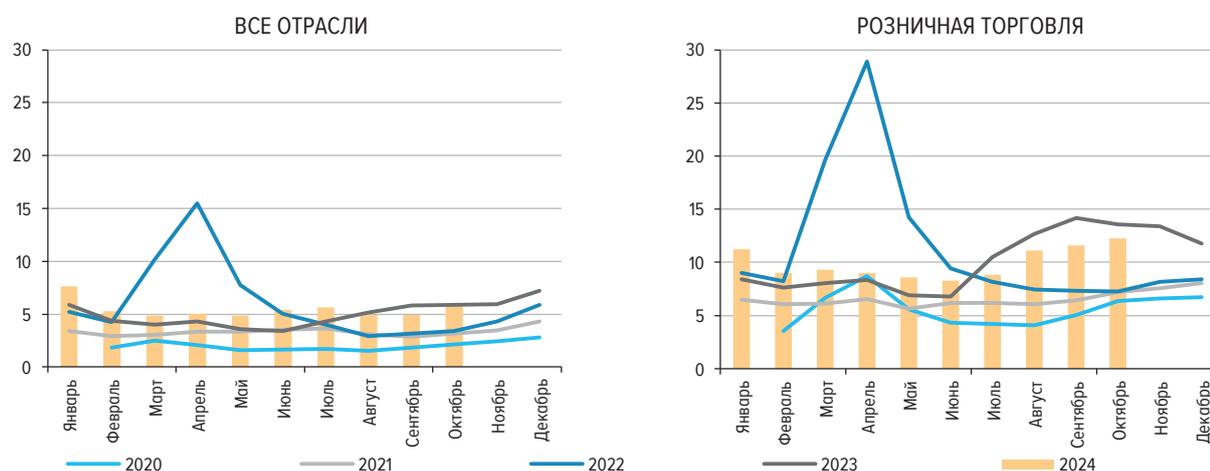
Источники: Банк России, Росстат.

Согласно данным мониторинга предприятий, проводимого Банком России, во второй половине 2023 года и январе – октябре 2024 года **ценовые ожидания предприятий** (баланс ответов) на 3 месяца вперед сохранялись на повышенном уровне. Количественный показатель **инфляционных ожиданий предприятий** (средний ожидаемый темп прироста цен в ближайшие 3 месяца в годовом выражении) во второй половине 2023 года и в январе – октябре 2024 года находился выше 4% – в интервале от 4,3% (июль 2023 года) до 7,6% (январь 2024 года).

Ценовые ожидания бизнеса заметно увеличились в августе 2023 года вслед за летним ослаблением рубля и ускорением роста издержек. С сентября 2023 года по январь 2024 года их колебания были незначительными. В феврале 2024 года ценовые ожидания несколько уменьшились. Это отражало замедление роста спроса и издержек, которое отмечали респонденты. Весной 2024 года ценовые ожидания в целом практически не менялись. Однако в отдельных отраслях (в частности, в розничной торговле) с марта 2024 года они перешли к росту. В розничной торговле этот рост оказался наиболее заметным. При этом уровень и ценовых, и инфляционных ожиданий в розничной торговле на протяжении всего периода с середины 2023 года был существенно выше, чем в целом по экономике. Средний ожидаемый

СРЕДНИЙ ОЖИДАЕМЫЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ТЕМП ПРИРОСТА ЦЕН НА БЛИЖАЙШИЕ 3 МЕСЯЦА  
(% В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ)

Рис. П-19



Источники: Банк России.

темпы прироста цен на ближайшие 3 месяца в годовом выражении с июля 2023 года по октябрь 2024 года находились в диапазоне 8,3–14,2%. В июне – октябре 2024 года ценовые ожидания выросли уже в большинстве отраслей и в целом по экономике.

В целом инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий во второй половине 2023 года и январе – октябре 2024 года находились на повышенном уровне. Это остается важным фактором для решений по денежно-кредитной политике. Более высокий уровень инфляционных ожиданий при прочих равных означает необходимость поддержания на более высоком уровне и ключевой ставки. Кроме того, незаякоренность инфляционных ожиданий и сохранение их чувствительности к разовым ценовым всплескам или колебаниям курса рубля создают риски возникновения вторичных эффектов. Для их нейтрализации может потребоваться реакция со стороны денежно-кредитной политики. Снижению и заякориванию инфляционных ожиданий будет способствовать длительное удержание инфляции вблизи цели в 4%.

## Приложение 6. Коммуникация Банка России по вопросам денежно-кредитной политики

### Банк России повысил информационную открытость в 2024 году и продолжит развивать доступность и адресность коммуникации

В режиме таргетирования инфляции коммуникация – важный инструмент денежно-кредитной политики. С ее помощью центральный банк стремится повысить доверие к проводимой политике, снизить инфляционные ожидания и закрепить их на низком уровне, обеспечить предсказуемость процентных ставок в экономике. Весь период таргетирования инфляции Банк России активно развивал коммуникационную политику, расширяя аудиторию и каналы коммуникации, повышая оперативность и полноту раскрываемой информации.

По итогам исследований оценки эффективности коммуникации<sup>1</sup> в рамках Обзора денежно-кредитной политики и их обсуждения в 2023 году с обществом Банк России принял ряд важных решений по совершенствованию коммуникации.

### Новое в коммуникации с профессиональной аудиторией в 2024 году

В части коммуникации с профессиональным сообществом произошли следующие изменения:

1. С февраля 2024 года Банк России начал публиковать Резюме обсуждения ключевой ставки (далее – Резюме). [Материал](#) отражает основные моменты дискуссии на совещаниях по подготовке решения по ключевой ставке на «неделе тишины» и на заседании Совета директоров Банка России. Затрагиваются вопросы экономики и инфляции, денежно-кредитных и внешних условий, их соответствие прогнозу Банка России и различным его сценариям, варианты решения по ключевой ставке. В Резюме представлены позиции без указания отдельных участников обсуждения – членов Совета директоров, руководства департаментов и главных управлений Банка России. Профессиональное сообщество высоко оценило качество нового информационного материала.
2. В опорные раунды одновременно с Резюме Банк России публикует [Комментарий к среднесрочному прогнозу](#), в котором подробно освещаются предпосылки и параметры макроэкономического прогноза (до конца 2023 года эта информация содержалась в [Докладе о денежно-кредитной политике](#)).
3. В мае 2024 года Банк России запустил новый сервис для доступа к статистическим данным, в том числе при помощи Открытого API<sup>2</sup>. По результатам закрытого опроса аналитического сообщества, состоявшегося в январе 2023 года, отсутствие такого сервиса было одним из ключевых затруднений для профессионального сообщества при работе с данными регулятора. Новое приложение выполняет функцию посредника между данными центрального банка и аналитиками, которые теперь могут значительно быстрее и с бóльшим удобством обновлять данные.
4. В 2024 году увеличилось количество информационных выходов руководства Банка России, посвященных отдельным актуальным вопросам денежно-кредитной политики. Ситуативные комментарии о том, как Совет директоров оценивает выходящую статистику и меняющиеся условия, позволяли эффективно закрывать информационные потребности аналитиков. Это также было одним из запросов профессионального сообщества, высказанных во время подготовки Обзора денежно-кредитной политики.

<sup>1</sup> Подробнее см. подраздел [«Исследования и аналитические записки»](#) раздела «Обзор денежно-кредитной политики» на сайте Банка России.

<sup>2</sup> Application Programming Interface, или программный интерфейс приложения.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ ПО ИНДЕКСУ ПРОЗРАЧНОСТИ КОММУНИКАЦИИ AL-MASHAT

Рис. П-20



Примечание. Закрашенный прямоугольник – центральная тенденция 10–90%, пунктирная линия – медиана.  
 Источники: Kostanyan A. et al., 2022. FRAS Marl I Central Bank Transparency and Credibility Measures. Technical Report, CBA Working Paper; расчеты Банка России.

Одним из запросов профессионального сообщества была публикация кода прогнозных моделей Банка России. Соответствующие материалы планируется разместить во второй половине 2024 года. Публикация кода прогнозных моделей – важный шаг, отражающий более зрелый подход к коммуникации с профессиональным сообществом. Это позволит аналитикам получить технический доступ к логике макроэкономического прогнозирования, которое ложится в основу решений Банка России по ключевой ставке. Вместе с тем следует помнить, что выводы из модельных расчетов являются лишь рекомендацией для Совета директоров. Все решения и прогнозы утверждаются коллегиально членами Совета директоров, профессиональное суждение которых может отличаться от выводов моделей.

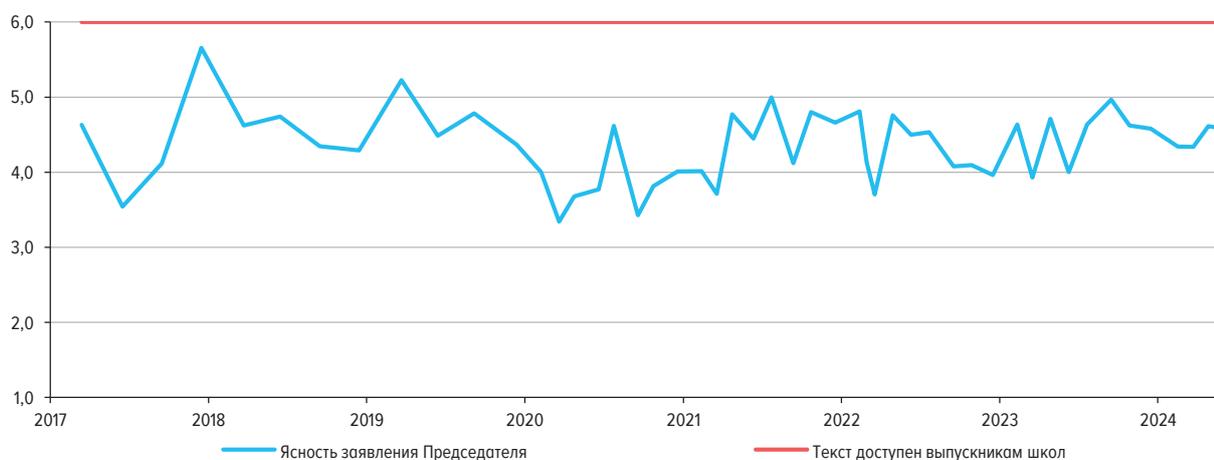
Кроме того, профессиональное сообщество предлагало расширить список публикуемых в составе макропрогноза параметров. Как следует из международного опыта публикации макропрогнозов, а также критериев прозрачности центральных банков<sup>3</sup>, дополнительными публикуемыми показателями для Банка России могли стать прогноз валютного курса, а также индикаторов рынка труда. Банк России на данном этапе принял решение перенести обсуждение начала публикации этих дополнительных индикаторов на осень 2025 года. Причинами такого решения стало следующее: во-первых, публикация прогноза безработицы должна быть сопряжена с публикацией описания КПМ с рынком труда, что делает такие оценки интерпретируемыми. Во-вторых, на внутреннем валютном рынке в июне 2024 года произошли важные изменения, связанные с приостановкой торгов парами доллар/рубли и евро/рубли на Московской Бирже из-за санкций. Изменение системы расчета курса требует большей осторожности при раскрытии информации о курсе, чтобы не создавать избыточной волатильности на рынке. Банк России сохраняет намерение расширить число публикуемых индикаторов в макропрогнозе. Эти шаги требуются для повышения предсказуемости решений по денежно-кредитной политике и укрепления доверия рынка.

**В целом прозрачность Банка России за последний год выросла благодаря началу публикации Резюме обсуждения ключевой ставки. Банк России по-прежнему находится выше среднего в рейтинге центральных банков по прозрачности. Для оценки достаточности усилий центральных банков в сфере коммуникации по денежно-кредитной политике в мире используют специальные индексы, в частности Dincer and Eichengreen (2008, 2014) и Al-Mashat et al. (2018). Эти индексы**

<sup>3</sup> Dincer N., Eichengreen B., 2008. Central Bank Transparency: Where, Why, and With What Effects? Chapters, in: Jean-Philippe Touffut (ed.), Central Banks as Economic Institutions, chapter 6, Edward Elgar Publishing.

## ЯСНОСТЬ ЗАЯВЛЕНИЯ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Рис. П-21



Источник: расчеты Банка России.

представляют собой перечни индикаторов и типов материалов, которые может публиковать центральный банк. За выполнение каждого пункта присваивается некоторое количество баллов.

Степень открытости финансовых властей страны для профессиональных участников рынка ежегодно оценивает Институт международных финансов. В докладе *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring* организация приводит рейтинг стран по индексу открытости регулятора для институциональных инвесторов и прозрачности публикуемых им данных. В 2024 году Банк России, представляющий страну в этом рейтинге, занял 23-е место из 41, получив 36,63 балла из 50 возможных – на 3,13 балла больше, чем годом ранее.

### Банк России также уделяет значительное внимание развитию коммуникации с широкой общественностью

По итогам Обзора денежно-кредитной политики исследователи Банка России пришли к выводу, что в этом направлении остается значительное пространство для улучшения взаимопонимания. На это указывают прежде всего высокие и незаякоренные инфляционные ожидания населения.

Ключевыми направлениями совершенствования коммуникации Банка России с населением по денежно-кредитной политике являются: 1) повышение доступности основных информационных и аналитических материалов; 2) расширение охвата целевых аудиторий в регионах и повышение адресности коммуникационных материалов; 3) расширение взаимодействия в образовательных целях; 4) развитие коммуникации в социальных сетях.

### Повышение доступности информационных и аналитических материалов

Банк России начал применять разработанную им нейросетевую модель для оценки доступности своих текстов по денежно-кредитной политике и инфляции в регионах. Нейронная сеть на базе архитектуры «трансформер» определяет доступность текста на русском языке по 44 лингвистическим характеристикам<sup>4</sup>. Модель присваивает тексту класс от 1 (текст доступен только докторам экономических наук) до 10 (текст доступен младшеклассникам). Банк России ориентируется на 5–6 уровень доступности текста (текст доступен выпускникам школ).

<sup>4</sup> Evstigneeva A., Sidorovskiy M., 2021. [Assessment of Clarity of Bank of Russia Monetary Policy Communication by Neural Network Approach](#). Russian Journal of Money and Finance, 80 (3), pp. 3–33. doi: 10.31477/rjmf. 202103.03.

Кроме того, с 2024 года при создании текстов по денежно-кредитной политике Банк России применяет «Гид по стилю» – основные правила, позволяющие минимизировать канцеляризм и сделать язык экономистов более доступным для широкой аудитории.

### **Расширение охвата целевых аудиторий в регионах и повышение адресности коммуникационных материалов**

В коммуникациях по денежно-кредитной политике в регионах страны Банк России ставит перед собой задачи:

- разъяснять денежно-кредитную политику с учетом специфики каждой целевой аудитории – ее интересов и уровня осведомленности о денежно-кредитной политике;
- повышать интерес и доверие аудиторий к аналитическим материалам Банка России об экономике и инфляции;
- повышать эффективность взаимодействия, улучшать практики коммуникации в целях большего понимания денежно-кредитной политики и доверия к Банку России.

Для реализации этих задач Банк России с 2024 года увеличил количество проводимых в российских регионах коммуникационных сессий с крупным, средним и малым бизнесом. В них участвуют также представители органов власти, финансового, в том числе банковского, и научного сообществ. Такие встречи стали удобными площадками для обмена мнениями между регулятором и представителями бизнеса по вопросам экономики страны и региона, инфляции, цели и решений по денежно-кредитной политике.

Особое внимание в перспективе будет уделено общению с малым и средним бизнесом. Для этого предполагается расширить охват этой целевой аудитории в регионах и разработать адаптированный контент по денежно-кредитной политике. Этот контент будет содержать как теоретические аспекты, так и ключевые послы текущей политики Банка России. Это позволит сформировать у предпринимателей ясное понимание действий Банка России, доверие к среднесрочным прогнозам для учета в финансовых решениях и в итоге повысить эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке в экономике.

### **Расширение взаимодействия в образовательных целях**

В 2024 году Банк России начал активнее вести общение с учащимися вузов и ссузов, особенно в регионах. Форматы такого общения разнообразны: открытые лекции представителей Банка России, деловые игры, квизы и викторины. С января по июнь 2024 года было проведено свыше 300 подобных мероприятий во всех регионах страны.

Новой формой взаимодействия с вузами в 2024 году стали обучающие семинары для преподавателей. Такие семинары уже проведены в 10 регионах. Их цель – предоставить преподавателям учебно-методические материалы, содержащие актуальную информацию о денежно-кредитной политике. Использование этих материалов в учебном процессе позволит сформировать у студенческой аудитории понимание денежно-кредитной политики Банка России.

Банк России также уделял большое внимание развитию исследовательских и аналитических компетенций по коммуникации в рамках сотрудничества с центральными банками стран ЕАЭС. С этой целью во второй половине 2023 – первой половине 2024 года сотрудники Банка России провели тематические стажировки для центральных банков Казахстана, Узбекистана, Таджикистана, Кыргызстана, Республики Беларусь. Обмен опытом в быстро развивающейся сфере коммуникации, которая все активнее использует методы машинного обучения и продвинутой социологии, имеет важное значение для развития этого направления.

### Развитие коммуникации в социальных сетях

Банк России в 2024 году расширял коммуникацию по денежно-кредитной политике в социальных сетях, поскольку они являются одним из основных каналов получения информации для широкой аудитории. Для повышения доступности коммуникации и формирования доверия к денежно-кредитной политике Банк России диверсифицировал контент под разные целевые аудитории и площадки. Особое внимание уделялось прямому диалогу с людьми.

Аудитория аккаунтов Банка России и просветительского проекта «Финансовая культура» в социальных сетях «Одноклассники», ВКонтакте и мессенджере Телеграм постоянно растет. К концу октября количество подписчиков этих аккаунтов превысило 498 тысяч. Темы инфляции, макроэкономической ситуации в стране, решений по ключевой ставке – стабильно самые популярные среди пользователей и вызывающие постоянные оживленные обсуждения и большое число комментариев и вопросов. Банк России продолжит поиск новых форматов для продвижения денежно-кредитной политики и расширения прямого диалога с пользователями Интернета.

## Приложение 7. Нейтральная процентная ставка и ее оценка

**По уточненной оценке, долгосрочная номинальная нейтральная ставка для России составляет 7,5–8,5%. Банк России рассматривает нейтральную ставку как ориентир для уровня процентных ставок в экономике в долгосрочном периоде**

Макроэкономисты всегда искали способ определить некий **равновесный** уровень процентных ставок, от которого можно отсчитывать, являются ли текущие ставки сдерживающими или стимулирующими экономическую активность. Концепция общего макроэкономического равновесия детально рассмотрена во врезке 8 [«Концепция долгосрочного равновесия в экономике и отклонения от него основных макроэкономических переменных»](#).

Сам термин «нейтральная процентная ставка» появился в макроэкономической литературе более века назад<sup>1</sup>, однако современный взгляд на эту концепцию получил значительное развитие за последние десятилетия<sup>2</sup>. Сегодня наиболее распространенными как в литературе, так и коммуникациях мировых регуляторов концепциями являются **нейтральная** (англ. neutral) и **естественная** (англ. natural) ставки. Нейтральная ставка определяется как ставка, не оказывающая ни сдерживающего, ни стимулирующего воздействия на инфляцию<sup>3</sup>. В то же время естественная ставка определяется как уровень процентной ставки, который установился бы в экономике при отсутствии номинальных жесткостей (то есть если бы цены были абсолютно гибкими).

Также различают **долгосрочные** и **краткосрочные** значения обеих равновесных ставок. Краткосрочные ставки под воздействием **циклических факторов** колеблются вокруг своих долгосрочных аналогов, значения которых определяются **структурными факторами**. Оценки долгосрочных равновесных ставок соответствуют ситуации, когда экономика находится на траектории устойчивого долгосрочного роста, инфляция – на цели, а инфляционные ожидания закорены – тогда, при поддержании ключевой ставки на уровне долгосрочной нейтральной ставки, экономика будет расти своими потенциальными темпами, а инфляция останется на цели. О текущей направленности денежно-кредитной политики корректно рассуждать именно относительно краткосрочной нейтральной ставки. В силу высокой неопределенности и большого масштаба колебаний ее оценок<sup>4</sup> **Банк России, как и другие центральные банки, публично сообщает лишь оценки<sup>5</sup> долгосрочной нейтральной ставки** и рассматривает ее как ориентир

<sup>1</sup> Понятие «нейтральная ставка процента» впервые употребил шведский экономист Кнут Викаксель в 1898 году. Он определил нейтральную ставку как уровень реальной ставки процента, при которой спрос на капитал равен его предложению – другими словами, это ставка процента, равная предельной производительности капитала. Викаксель также рассуждал о том, что изменение текущих ставок процента в экономике относительно их нейтрального уровня может влиять на темпы роста цен. Почти через 100 лет после публикации Викакселя по мере все большего перехода стран к режиму таргетирования инфляции разработанная им концепция нейтральной ставки заняла одно из центральных мест в экономической дискуссии.

<sup>2</sup> Maurice Obstfeld, 2023. «Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future» NBER Working Papers.

<sup>3</sup> Заметим, что здесь имеется в виду именно идиосинкратический эффект денежно-кредитной политики, то есть инфляция может значительно изменяться под воздействием прочих факторов (например, фискальной политики, конъюнктуры на международных сырьевых рынках или инфляционных ожиданий), даже если ключевая ставка находится на нейтральном уровне.

<sup>4</sup> Количественно рассчитать краткосрочную нейтральную ставку весьма проблематично даже в экономиках с гораздо более долгой историей режима таргетирования инфляции, чем российская, и центральные банки такие количественные оценки не озвучивают (см., например, Brainard L. What Do We Mean by Neutral and What Role Does It Play in Monetary Policy? / Remarks delivered at the Detroit Economic Club. Detroit, Michigan. 2018). Ruch U.F. Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021.

<sup>5</sup> Номинальная нейтральная ставка равняется реальной нейтральной ставке плюс инфляционные ожидания. В случае долгосрочных нейтральных ставок в качестве ожиданий используется цель Банка России по инфляции, 4%.

для уровня процентных ставок в экономике на длительных промежутках времени (обычно ключевая ставка на конце прогнозного горизонта соответствует текущим оценкам нейтральной ставки). При этом следует учитывать, что при принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России учитывает, в какую сторону и насколько значимо в настоящее время краткосрочная нейтральная ставка отклоняется от долгосрочной и как она будет меняться в будущем.

Реальная нейтральная ставка определяется структурой экономики, соотношением спроса на инвестиции и предложения сбережений, параметрами бюджетной политики, демографией, уровнем неравенства, параметрами открытости экономики, уровнем рисков инвестирования в финансовые и нефинансовые активы, а также готовностью экономических агентов принимать эти риски. Среди прочих выделим несколько наиболее важных факторов.

**1. Темп роста совокупной производительности факторов производства.** Чем он выше, тем выше нейтральная ставка, так как при более высокой производительности капитала фирмы активнее инвестируют и, соответственно, готовы больше платить за привлечение дополнительного капитала.

**2. Демография.** Состав населения и динамика его численности – как общей, так и отдельных возрастных групп – влияют на темпы экономического роста (и, следовательно, инвестиционную активность) и норму сбережения. Так, при увеличении в структуре населения доли людей среднего возраста, для которых характерна более высокая норма сбережения, нейтральная ставка будет снижаться.

**3. Бюджетная политика.** Влияние бюджетной политики на уровень равновесных ставок в экономике осуществляется одновременно по нескольким каналам. При увеличении отношения государственного долга (либо бюджетного дефицита вообще) к ВВП растет спрос на заимствования, что делает инвестиции в экономике более дорогими<sup>6</sup> и увеличивает равновесные ставки. Также серьезная долговая нагрузка государства повышает премию за риск для международных инвестиций в отечественную экономику, особенно если большая доля заимствований номинирована в иностранной валюте. Помимо государственного долга, фискальные власти также устанавливают ставки различных налогов, которые могут влиять на решения домохозяйств по сбережениям и спрос на капитал со стороны фирм, что сдвигает равновесие на рынке капитала и, следовательно, определяет новые равновесные ставки. Например, увеличение ставки налога на доход от инвестиций для физлиц приведет к уменьшению предложения капитала в экономике и повысит равновесные ставки.

**4. Степень развития финансового сектора и его регулирование.** Более развитые банковский сектор и рынки капитала способствуют увеличению нормы сбережения в экономике и, соответственно, снижению уровня нейтральной ставки. Этому же способствует удлинение горизонта планирования экономических агентов, которое повышает значимость будущего потребления по сравнению с текущим, тем самым стимулируя увеличивать сбережения из-за роста предложения финансового капитала.

**5. Уровень нейтральной ставки в других экономиках.** В открытой экономике с высокой степенью открытости финансового счета нейтральная ставка будет сопоставима с нейтральной ставкой на мировом финансовом рынке (внешняя ставка) с поправкой на страновую премию за риск и премию за волатильность инфляции. Страновая премия характеризует различия в степени восприятия экономическими агентами суверенных кредитных рисков, а также предсказуемости экономических условий в данной стране в сравнении с ключевыми экономиками, условия в которых определяют уровень мировой нейтральной ставки.

<sup>6</sup> Rachel L., Summers L. (2019). On Falling Neutral Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation. Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2019.

**В то же время нейтральная ставка – ненаблюдаемая величина, поэтому ее невозможно непосредственно измерить, а можно лишь приблизительно оценить на основе набора наблюдаемых экономических показателей и их динамики.**

Методы, используемые макроэкономистами для оценки нейтральной ставки, можно разделить на три условные группы:

- **Структурные** модели предполагают четкую (микрообоснованную) структуру экономики – механизмы принятия решений агентами в экономике и правила их взаимодействия между собой. Основными представителями структурного подхода являются модели динамического стохастического общего равновесия (англ. DSGE) и модели перекрывающихся поколений (англ. OLG), последние позволяют также учитывать демографические факторы.
- **Полуструктурные** модели получили активное распространение начиная с работы Лаубаха и Уильямса (2003)<sup>7</sup>. Они позволяют аналогично неструктурным моделям получать оценки, основанные в первую очередь на имеющихся данных, учитывая при этом некоторые теоретические макроэкономические взаимосвязи, то есть оставаясь довольно близко к логике микрообоснованных структурных моделей. Модель Лаубаха и Уильямса (2003) была впоследствии неоднократно модифицирована для учета шоков пандемии и случая открытой малой экономики<sup>8</sup>.
- **Неструктурные** методы позволяют данным говорить самим за себя и не накладывают никаких содержательных ограничений на макроэкономические и финансовые переменные, используемые для оценок. Эта группа включает довольно широкий спектр методов, в том числе фильтрацию исторического временного ряда реализованных реальных ставок для выделения из них тренда<sup>9</sup>, построение долгосрочного прогноза из эконометрических моделей в приведенной форме<sup>10</sup>, исходя из того, что на достаточно далеком горизонте переменные сойдутся к своим равновесным значениям. Отдельное место среди неструктурных подходов занимает подход на основе очистки кривой доходности от премии за срочность и выделения рыночных ожиданий по долгосрочному уровню безрисковых ставок<sup>11</sup>. Стоит отметить, что неструктурные методы в большей мере применимы для оценки нейтральной ставки в развитых странах. Для развивающихся стран с короткими и волатильными временными рядами основных макроэкономических показателей такой тип оценки нейтральной ставки достаточно затруднителен.

Диапазон полученных оценок долгосрочной нейтральной ставки может быть очень широким – причем для стран с формирующимися рынками (СФР) доверительные интервалы шире, чем для стран с развитыми экономиками, как из-за меньшей доступности длинных рядов данных, так и из-за большей подвижности внутренней макроэкономической среды и страновых риск-премий.

<sup>7</sup> Thomas Laubach & John C. Williams, 2003. Measuring the Natural Rate of Interest / The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol. 85 (4), pp. 1063–1070, November.

<sup>8</sup> См., например, Kathryn Holston, Thomas Laubach & John C. Williams, 2023. Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19 / Staff Reports 1063, Federal Reserve Bank of New York, а также Grafe, C., Grut, S., Rigon, L. (2018). Neutral Interest Rates in CEEMEA – Moving in Tandem with Global Factors. Russian Journal of Money and Finance, 77 (1), pp. 6–25.

<sup>9</sup> Del Negro, Marco & Giannone, Domenico & Giannoni, Marc P. & Tambalotti A. 2019. Global trends in interest rates / Journal of International Economics, Elsevier, vol. 118 (C), pp. 248–262.

<sup>10</sup> Lubik T. y Matthes C. (2015). Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches. Richmond Fed Economic Brief.

<sup>11</sup> Наибольшей популярностью у аналитиков пользуются регулярно публикуемые оценки по моделям Adrian, Tobias & Crump, Richard K. & Moench, Emanuel, 2013. Pricing the term structure with linear regressions / Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 110 (1), pp. 110–138. Don H. Kim & Jonathan H. Wright, 2005. An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates / Finance and Economics Discussion Series 2005–33, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

ОЦЕНКА РЕАЛЬНОЙ  $R^*$  (%)

Рис. П-22

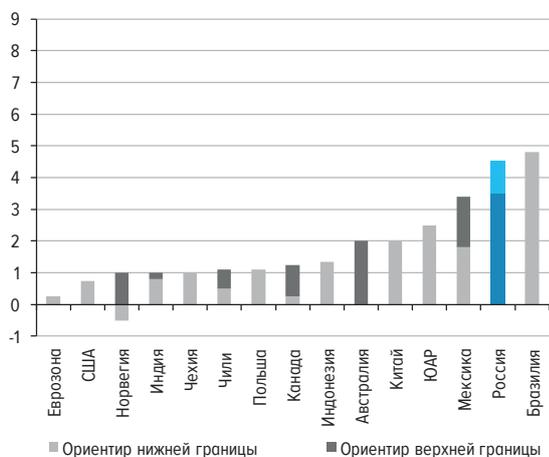
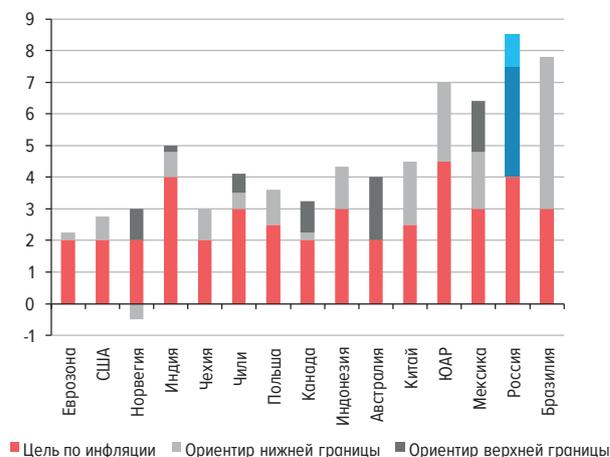
ОЦЕНКА НОМИНАЛЬНОЙ  $i^*$  (%)

Рис. П-23



Светло-серая область столбиков на диаграмме показывает ориентир для нижней границы диапазона оценки нейтральной ставки (или оценку нейтральной ставки, если она оценивается не как диапазон, а точечное значение), темно-серая область дает ориентир верхней границы оценки.

На правом графике («Оценка номинальной  $i^*$ , %») страны ранжированы по уровню реальной  $r^*$  и добавлены ориентиры цели по инфляции.

Источники: публикации представителей центральных банков соответствующих стран и международных организаций.

В работе Ruch (2021)<sup>12</sup> показано, что неопределенность относительно уровня нейтральной ставки для СФР в среднем в 2 раза выше, чем для стран с развитой экономикой (стандартное отклонение для СФР оценено примерно в 1,4 п.п., в то время как для стран с развитой экономикой – в 0,6 п.п.). Кроме того, в работе отмечается, что границы неопределенности оценок нейтральной ставки для СФР – экспортеров ресурсов примерно на 40% шире, чем для СФР – импортеров ресурсов.

Центральные банки ряда крупных как развитых экономик, так и экономик с формирующимися рынками используют то или иное сочетание названных выше подходов для получения оценки нейтральной ставки  $r^*$ . Более подробная информация представлена в таблице «Справочное приложение: международный опыт». Данная таблица хорошо иллюстрирует тезис о высокой неоднородности оценок нейтральных ставок, что обусловлено как структурными факторами внутри стран, так и разными методами оценки.

В целом можно говорить о том, что оценки нейтральных ставок во многих развитых экономиках снижались в 2000–2020 годах, а в ряде СФР – в 2009–2020 годах (после шока кризиса 2008 года). Это происходило в том числе за счет замедления трендового роста и могло объясняться целым рядом причин. В качестве факторов отмечают: (1) снижение производительности труда, (2) сокращение экономически активного населения (старение населения), (3) растущее неравенство в доходах, (4) особенности фискальной политики (снижение бюджетных расходов на общественные и инфраструктурные проекты). В то же время Бернанке указывал, что важной причиной снижения уровня нейтральной ставки в США мог стать (5) так называемый навес сбережений в мире (англ. global savings glut) и приток этих сбережений в США. Навес сбережений образовался прежде всего в экономиках Юго-Восточной Азии после кризиса 1998 года, приведшего к снижению инвестиций, и в экономиках – экспортерах сырья (в основном страны Залива). Этот избыточный спрос на безрисковые активы усилился после кризиса 2008 года, поддержанный в том числе банками в США после ужесточения их регулирования. А динамика (снижение) ставки в США имела существенное значение для изменения оценок нейтральных ставок в других странах.

<sup>12</sup> Ruch U.F. Neutral Real Interest Rates in Inflation Targeting Emerging and Developing Economies. Policy Research Working Paper 9711. The World Bank. June 2021.

Однако в постпандемический период оценки долгосрочной нейтральной ставки повысились, в том числе по причине существенного расширения фискальных стимулов в пандемию и временного, но масштабного повышения дефицитов бюджета. В развитых странах и некоторых восточно-европейских экономиках (которые, впрочем, хотя и в разной степени, но довольно сильно интегрированы с экономикой еврозоны) оценки реальной нейтральной ставки в целом ниже (около 1%), а в ряде крупных СФР, в том числе в странах ведущей пятерки БРИКС, составляют около 2–4%. С учетом того что цели по инфляции в рамках таргетирования инфляции в СФР заметно выше, чем в развитых экономиках, оценки номинальной нейтральной ставки в большей части развитых и восточно-европейских экономик составляют около 2–4%, в СФР и БРИКС – около 5–8%.

В большинстве опубликованных до 2022 года исследований количественные оценки уровня долгосрочной реальной нейтральной ставки для России близки к интервалу от 1 до 3%. Например, Крепцев и др. (2016)<sup>13</sup> – 1,0–3,2% (различные модели), IMF (2019)<sup>14</sup> – 1–3% (различные модели), Isakov (2019)<sup>15</sup> – 1,5–2,5% (различные параметры). В работе Дробышевского и др. (2021)<sup>16</sup> делается вывод о том, что нейтральная ставка для России с 5% в 2016 году последовательно снижалась и достигла уровня 1% в 2020 году. В работе Поршакова и Синякова (2019)<sup>17</sup> представлено исследование по определению диапазона оценок нейтральной ставки в российской экономике в соответствии с широким набором подходов к оценке как структурными, так и эконометрическими методами. Полученные результаты говорят о том, что оценки равновесной реальной ставки в России по строгим определениям имеют большие доверительные интервалы и высокую чувствительность к различным параметрам моделей (полученные значения имеют диапазон от отрицательных до положительных). Из недавних исследований можно выделить работу Грищенко и Синякова (2024)<sup>18</sup>. В ней авторы делают акцент на влиянии демографии на долгосрочную нейтральную ставку и отмечают, что в России на горизонте десятилетий она будет иметь тенденцию к снижению под воздействием демографических трендов так же, как и во всем мире.

В новых условиях с 2022 года оценка нейтральной ставки на основе прежних моделей и подходов осложняется из-за изменившихся взаимосвязей российской экономики с внешним миром, включая внешние санкции на финансовый сектор и введенные для их компенсации ограничения на движение капитала. Глобальные факторы в оценке нейтральной ставки играют меньшую роль, при этом большее значение получает темп потенциального роста, на который влияют скорость накопления факторов производства, рост их производительности и скорость технологического прогресса.

Совокупность данных за 2019–2024 годы позволяет по-новому взглянуть на основные факторы, влияющие на долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки в российской экономике. Во-первых, в сравнении с периодом 2017–2019 годов значительно скорректировалась бюджетная политика: повышение базовых цен углеводородов в бюджетном правиле предполагает направление на покрытие расходов большого объема циклических нефтегазовых доходов. Кроме

<sup>13</sup> Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. [Равновесная процентная ставка: оценки для России](#). Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 13. 2016.

<sup>14</sup> International Monetary Fund. Russian Federation – Staff Report for the 2019. Article IV Consultation.

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

<sup>16</sup> Дробышевский С., Трунин П., Синельникова-Мурылева Е., Макеева Н., Гребенкина А. Оценка реальной нейтральной ставки процента в России в период инфляционного таргетирования // Вопросы экономики. № 9. 2021.

<sup>17</sup> Porshakov A. and Sinyakov A. (2019). [Estimates of the Equilibrium Interest Rate for Russia: Is "Navigating by the Stars" Useful?](#) Russian Journal of Money and Finance. 78 (4), pp. 3–47.

<sup>18</sup> Грищенко В., Синяков А. (2024). [Демография и равновесные процентные ставки: конкурирующие концепции и российский опыт](#) // Журнал Новой экономической ассоциации. № 1 (62). С. 229–239.

того, в 2020–2024 годах в течение 5 лет сохраняется положительный структурный первичный дефицит (превышение планового и фактического объема расходов над предельным уровнем в соответствии с бюджетным правилом). Также в период 2020–2025 годов осуществлялся значимый объем инвестирования средств ФНБ внутри экономики России (значимо выше средних ежегодных объемов на истории), что предполагает дополнительный стимулирующий эффект со стороны бюджетной политики. В целом бюджетная политика является одним из основных факторов, оказывающих повышающее давление на нейтральную ставку за последние годы. Во-вторых, после введения ограничений на международную торговлю, вызвавших рост издержек на импорт, и систематического увеличения спроса со стороны государства выросла потребность в расширении внутреннего производства и, соответственно, наращивании капитала. Одновременно с этим растет загрузка уже имеющихся мощностей, что повышает норму выбытия капитала и совместно со спросом на новый капитал сдвигает вверх нейтральную ставку. В-третьих, устойчивость внешней инфляции при более высокой траектории ставок денежно-кредитной политики стран с развитой экономикой предполагает более высокую по сравнению с допандемическим периодом внешнюю нейтральную ставку, что оказывает некоторое повышающее влияние на нейтральную ставку и для России. В-четвертых, изменение внешних условий (санкционный режим, ограниченное участие российской экономики в глобальных рынках капитала, рост неопределенности относительно перспектив бизнес-проектов по сравнению с периодом до 2022 года) обуславливают, с одной стороны, более высокую премию за риск для международных инвестиций в Россию и, с другой стороны, меньшую чувствительность внутрироссийских показателей к трансграничным потокам капитала. В целом изменение внешних условий оказывает повышающее давление на нейтральную ставку в России. С учетом этих факторов уточненная оценка **долгосрочной реальной нейтральной ставки** для российской экономики составляет **3,5–4,5%** годовых, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует **номинальная нейтральная ставка 7,5–8,5%** годовых.

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

СПРАВОЧНОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

Табл. П-1

	Год проведения оценки нейтральной ставки	Уровень номинальной нейтральной ставки, %	Цель по инфляции, %	Подходы к определению нейтральной ставки
Норвегия	2022	1,5–2,5	2,0	(1) Декомпозиция кривой доходности; (2) полуструктурные (LW); (3) неструктурные (BVAR); (4) структурные модели
Канада	2024	2,25–3,25	2,0±1	(1) Паритет процентных ставок; (2) декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию; (3) модель перекрывающихся поколений (OLG, overlapping generations model). Оценка повышена за счет более высокой оценки $r^*$ для основного торгового партнера (США) вследствие повышения оценки потенциальных темпов роста экономики. Внутренние факторы оказали нейтральное влияние (отмечается рост производительности труда и компенсирующее его снижение производительности капитала)
Австралия	2022	2,0–4,0	2,0–3,0	(1) Декомпозиция кривой доходности; (2) полуструктурные (LW) и (3) неструктурные модели (фильтр Калмана, векторные авторегрессии (Lubik – Matthews))
Чехия	2018	3,0	2,0±1	Полуструктурная модель (LW) с рациональными ожиданиями и вперёдсмотрящим правилом процентной ставки. Учитывается не только трендовый рост ВВП, но и увеличение/снижение равновесного реального обменного курса
Польша	2023	3,6	2,5±1	(1) Оценки временных рядов для декомпозиции на тренд и стационарные компоненты (векторная авторегрессия (VAR)); (2) полуструктурные (HLW) и (3) структурные модели (Brzozo – Brzezina). Отмечается, что на общий понижительный тренд влияние оказало снижение $r^*$ в еврозоне
Чили	2022	3,8	3,0±1	(1) VAR с добавлением различных переменных; (2) декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию (за срочность); (3) полуструктурные подходы в логике уравнения Эйлера, кривой Филлипса, правила Тэйлора; (4) паритет процентных ставок; (5) модель устойчивого потребительского поведения
Индонезия	2023	4,34	2,5±1	Оценки МВФ (2023 год) через полуструктурные (HLW) и неструктурные модели (фильтр Ходрика – Прескотта), а также через декомпозицию кривой доходности
Китай	2021	4,0–5,0	3,0	Оценка на основе модели LW – совместная работа Sun Guofeng из Народного банка Китая и Daniel Rees из БМР. В период относительно высоких темпов роста 1990–2010 годов $r^*$ оценивалась на уровне 3–5%, но к 2020 году оценка $r^*$ опустилась до 2%. Учитывая ориентиры по инфляции около 2–3%, это дает оценку номинальной нейтральной ставки ( $i^*$ ) около 4–5%. Порядка двух третей этого снижения $r^*$ , по мнению авторов, атрибутируется на снижение потенциала и трендового роста
Индия	2022	4,8–5,0	4,0±2	Полуструктурные (LW) и неструктурные модели (фильтр Калмана). Отмечается, что шоки цен на продовольствие в Индии являются одним из факторов, усложняющих оценку $r^*$
Мексика	2019	4,8–6,4	3,0±1	(1) Модифицированное правило Тэйлора с учетом фактора денежно-кредитной политики ФРС США; (2) модель бизнес-цикла для малой открытой экономики; (3) премия за срочность и декомпозиция кривой доходности на ожидания и премию (за срочность/риск)
ЮАР	2023	7,0	3,0–6,0	Адаптация модели LW к малой открытой экономике. После мирового кризиса 2008 года оценки трендового роста в ЮАР снизились, и это повлекло пересмотр $r^*$ вниз: оценка $r^*$ Резервным банком ЮАР снижалась с 4,4% в 2000–2006 годах до 1,9% в 2017 году. В 2022–2023 годах оценка была повышена до 2,5%
Бразилия	2023	7,8	3,0±1,5	(1) Оценки на основе вариации модели LW; (2) оценка на основе государственных долговых бумаг, защищенных от инфляции (TIPS), премии за риск и CDS/EMBI-спред; (3) SAMBA модель на основе двух- или пятилетней ставки; (4) низкочастотные модели Beveridge – Nelson gap, Band – Pass gap, полуструктурный подход к оценке разрыва (semi-structural model gap); (5) оценка реальной рыночной ставки дисконтированная (очищенная) от премии за срочность в зависимости от временного периода 5–10–20 лет (декомпозиция кривой доходности)

## Приложение 8. Влияние цифрового рубля на денежно-кредитную политику

**Цифровой рубль не окажет значимого влияния на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП). При этом у Банка России есть все инструменты, чтобы компенсировать вторичные эффекты введения цифрового рубля на ТМ ДКП, если они возникнут**

В 2024 году Банк России продолжил пилотирование операций с цифровыми рублями с участием ограниченного круга пользователей. Цифровой рубль – это цифровая форма российского рубля, которая выпускается в дополнение к наличной и безналичной. Это дополнительный инструмент для платежей и переводов. При этом цифровой рубль, как и наличные деньги, – обязательство Банка России.

Граждане и организации смогут осуществлять операции с цифровым рублем через мобильное приложение или интернет-банк любой кредитной организации, клиентом которой они являются, а в перспективе также при ограниченном доступе к сети Интернет. На базе цифрового рубля финансовые посредники смогут создавать инновационные сервисы, в том числе с использованием смарт-контрактов (самоисполняемых сделок). Однако наиболее важно, что цифровая форма российского рубля позволит снизить стоимость платежей в экономике. Операции с цифровым рублем для граждан будут бесплатными. Для бизнеса операции с цифровым рублем будут значительно дешевле, чем безналичные платежи: тариф за прием оплаты цифровыми рублями составит 0,3% от размера платежа (операции С2В), а для платежей ЖКХ – 0,2%. Комиссия Банка России за перевод между юридическими лицами (В2В) на платформе составит 15 рублей за одну операцию. В результате банки будут стремиться удержать своих клиентов и предлагать наиболее выгодные условия обслуживания.

Введение цифрового рубля не повлияет на структуру банковской системы и распределение функций между Банком России и банками. Коммерческие банки останутся финансовыми посредниками и будут привлекать депозиты, выдавать кредиты и проводить платежи. Банк России будет эмитировать наличные деньги и выпускать цифровые рубли, проводить денежно-кредитную политику, регулировать финансовый сектор и проводить государственные платежи.

После введения цифрового рубля Банк России продолжит таргетировать инфляцию. Появление цифровой формы национальной валюты не повлияет на механизмы реализации денежно-кредитной политики. Банк России продолжит управлять ставками денежного рынка, проводя операции по предоставлению ликвидности банкам и ее абсорбированию. Цифровой рубль заместит часть наличных денег и средств на банковских счетах. Граждане и бизнес будут самостоятельно принимать решения об использовании какой-либо формы российского рубля с учетом доступности, удобства ее использования, транзакционных издержек, а также уровня процентных ставок по банковским депозитам. Они будут через банки переводить наличные деньги и деньги на своих банковских счетах в цифровые рубли. Банки в свою очередь будут переводить эти средства в цифровые рубли на Платформе цифрового рубля Банка России. Объем цифровых рублей в экономике будет изменяться только в процессе такого обмена. Выпуск цифрового рубля не приведет к увеличению количества денег в экономике, изменится только структура денежной массы, но не ее объем. Таким образом, выпуск цифрового рубля повлияет только на спрос экономических агентов на наличные средства и средства на банковских счетах и не окажет инфляционного давления.

Пилотирование цифрового рубля подразумевает несколько этапов. В августе 2023 года вступили в силу законы, связанные с внедрением цифрового рубля<sup>1</sup>, и началось пилотирование операций с реальными цифровыми рублями на ограниченном круге пользователей. С 1 сентября 2024 года стартовал новый этап тестирования операций с реальными цифровыми рублями. Ранее в пилоте принимали участие около 600 граждан и 22 компании, с расширением параметров появилась возможность подключить до 9 тыс. граждан и 1200 компаний. Операции с цифровой национальной валютой по-прежнему доступны клиентам 12 банков, которые участвуют в пилотировании с самого начала, августа 2023 года. В дальнейшем этот список будет дополняться. В настоящее время проводятся организационно-технические мероприятия по подключению 19 банков второй волны. В ходе пилотирования осуществляются следующие операции: открытие и пополнение счетов цифрового рубля, вывод средств со счетов цифрового рубля на банковские счета, переводы между физическими лицами, оплата товаров и услуг и ее возврат, а также смарт-контракты (самоисполняемые сделки). В 2024 году участникам пилотирования стали доступны новые операции: оплата по динамическому QR-коду и переводы между юридическими лицами.

Банк России, Минфин России и Федеральное казначейство прорабатывают механизмы использования цифрового рубля в бюджетном процессе. Это позволит снизить издержки на администрирование бюджетных платежей, повысить эффективность использования бюджетных средств.

Банк России сотрудничает с другими центральными банками, разрабатывающими собственные цифровые валюты, для осуществления трансграничных и валютно-обменных операций с цифровыми валютами центральных банков. Важным преимуществом цифрового рубля станет возможность его использования в трансграничных расчетах.

### Влияние цифрового рубля на ликвидность банковского сектора будет учтено в прогнозе, а операционная процедура денежно-кредитной политики не изменится

Спрос экономических агентов на цифровой рубль станет дополнительным фактором формирования ликвидности банковского сектора, то есть остатков средств на их корреспондентских счетах в Банке России. Банк России будет выпускать цифровой рубль и одновременно списывать аналогичную сумму с корреспондентского счета кредитной организации<sup>2</sup>. Впоследствии банки будут переводить цифровые рубли со своих счетов цифрового рубля на счета цифрового рубля своих клиентов – граждан и организаций.

Появление цифровой формы рубля не приведет к увеличению денежных средств в обращении (денежной массы M2). Граждане и организации будут обменивать на цифровые рубли наличные деньги и средства на банковских счетах. Однако от того, за счет каких источников будет расти объем цифровых рублей в экономике, будет зависеть влияние их выпуска на банковский сектор.

Так, если клиент планирует пополнить счет цифрового рубля на Платформе за счет наличных средств, сначала он пополнит свой безналичный счет в банке, затем переведет средства с этого безналичного счета на счет цифрового рубля<sup>3</sup>. В результате увеличится остаток наличных

<sup>1</sup> Федеральные законы «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и «О внесении изменений в статьи 128 и 140 части первой, часть вторую и статьи 1128 и 1174 части третьей Гражданского кодекса Российской Федерации», определяющие основы правового регулирования операций с цифровыми рублями, приняты Государственной Думой, одобрены Советом Федерации и подписаны Президентом Российской Федерации.

<sup>2</sup> См. табл. П-7-1 [ОНЕГДКП 2023–2025](#).

<sup>3</sup> См. табл. П-7-2 [ОНЕГДКП 2023–2025](#).

средств в кассе кредитной организации и сократится объем цифровых рублей на ее счете цифрового рубля на Платформе. Одновременно вырастет остаток средств на счете цифрового рубля клиента, при этом общий объем выпущенных цифровых рублей не изменится. Поскольку у банков нет стимула поддерживать в кассе слишком много наличных денег, можно ожидать, что банки будут инкассировать избыточные наличные средства в Банк России, получая средства на свои корсчета. При этом объем цифровых рублей на счете банка на Платформе может измениться только в результате их приобретения за счет средств на корреспондентском счете кредитной организации в Банке России<sup>4</sup>. Таким образом, при обмене наличных денег на цифровые рубли изменится лишь структура обязательств Банка России: вырастет доля цифровых рублей, однако балансы кредитных организаций останутся неизменными.

Балансы кредитных организаций изменятся, если клиент банка примет решение обменять средства, размещенные на банковских счетах, на цифровые рубли на Платформе Банка России<sup>5</sup>. Такая операция приведет к оттоку ликвидности из банковского сектора. Банк России будет учитывать это в процессе прогнозирования ликвидности банковского сектора и при определении направленности и лимитов своих операций по управлению ликвидностью. Снижая объем абсорбирования ликвидности или наращивая ее предоставление, Банк России будет поддерживать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

Переток средств с банковских счетов в цифровые рубли может ускорить переход банковского сектора к структурному дефициту ликвидности. Однако это говорит только о том, что Банк России, предоставляя банкам ликвидность в необходимом объеме, из нетто-заемщика банковского сектора по операциям денежно-кредитной политики может стать нетто-кредитором. Такая ситуация является нормальной и не отражает каких-либо сбоя или нарушений в функционировании банковского сектора. Операционная процедура Банка России позволяет поддержать устойчивость банков и обеспечить бесперебойность платежей даже в условиях резкого перехода из состояния профицита ликвидности к ее дефициту и компенсировать в полном объеме отток ликвидности, в том числе в случае перетока средств с банковских счетов клиентов на счета цифрового рубля.

Банк России увеличит объемы предоставления ликвидности кредитным организациям в случае повышения их потребности. При этом операционная процедура денежно-кредитной политики не изменится. Банк России по-прежнему будет стремиться обеспечить баланс спроса и предложения ликвидности в банковском секторе, чтобы поддержать ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки.

### Влияние цифрового рубля на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в целом будет незначительным, а в долгосрочной перспективе его эффективность повысится

Выпуск Банком России цифрового рубля окажет влияние на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. На этапе введения цифрового рубля повышение неопределенности относительно клиентских потоков, возможное изменение структуры банковских балансов могут оказать «зашумляющее» влияние на трансмиссию сигнала денежно-кредитной политики в экономику. По прошествии адаптационного периода появление цифровой формы российского рубля, вероятнее всего, окажет незначительное влияние, которое к тому же будет растянуто во времени.

<sup>4</sup> Проводя операции по предоставлению/абсорбированию ликвидности, Банк России регулирует совокупный объем корреспондентских счетов банков и, таким образом, управляет процентными ставками денежного рынка.

<sup>5</sup> См. табл. П-7-4 [ОНЕГДКП 2023–2025](#).

Банк России не предполагает использовать цифровой рубль в качестве инструмента денежно-кредитной политики. Банк России располагает действенной системой инструментов денежно-кредитной политики, которая позволяет регулировать ликвидность банковского сектора и управлять ставками денежного рынка. В связи с этим Банк России не планирует начислять процент на остаток средств на цифровых счетах клиентов. Отказавшись от возможности начисления процентов на счета цифрового рубля, Банк России также стремится избежать конкуренции с банковскими счетами, по которым клиенты получают доход, и минимизировать риски оттока их средств.

В долгосрочной перспективе распространение цифрового рубля создаст условия для повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Снижение транзакционных издержек при осуществлении платежей приведет к росту конкуренции между банками. В результате ставки по банковским депозитам и текущим счетам будут быстрее реагировать на изменение денежно-кредитных условий. Повышение скорости осуществления платежей и финансовых операций с цифровым рублем будет способствовать повышению скорости передачи сигнала денежно-кредитной политики. Рост доступности безналичных платежей на отдаленных и малодоступных территориях приведет к распространению финансовых услуг среди более широкого круга участников экономики.

### Влияние цифрового рубля на финансовую стабильность: развитие платежной системы и повышение конкуренции между банками

Введение цифрового рубля и переток средств с банковских счетов клиентов на счета цифрового рубля на Платформе не формируют рисков для финансовой стабильности. Напротив, создание дополнительной платежной инфраструктуры для цифрового рубля будет способствовать повышению устойчивости, надежности и бесперебойности работы платежной системы и денежных расчетов в целом.

Поэтапное и растянутое во времени введение цифрового рубля позволит минимизировать риск значительного оттока ликвидности из банковского сектора. Это даст возможность кредитным организациям адаптироваться к изменению структуры их балансов. Банк России в свою очередь будет отслеживать влияние цифрового рубля на финансовый сектор и в случае необходимости готов задействовать все необходимые меры для поддержания финансовой стабильности.

Риски для финансовой стабильности, связанные с масштабным перетоком средств с банковских счетов в цифровые рубли в результате так называемого бегства в качество, в настоящее время представляются незначительными. Российская банковская система пользуется доверием граждан и бизнеса, чему способствовали переход к таргетированию инфляции и меры Банка России в области банковского регулирования и надзора. Система страхования банковских вкладов обеспечивает их сохранность в установленной законодательством мере. К тому же отток средств с банковских счетов не будет существенным в силу поэтапного внедрения цифрового рубля, что позволит и банкам, и экономическим агентам адаптироваться к появлению цифровой формы национальной валюты. Для этого Банк России ограничит объем пополнения счета цифрового рубля на Платформе за счет средств, размещенных на банковских счетах, суммой в 300 тыс. рублей в месяц. При этом Банк России не будет начислять проценты на средства на счете цифрового рубля и, таким образом, конкурировать с банковским сектором за средства вкладчиков. Граждане и организации будут заинтересованы в накоплении средств в банках, которые предлагают положительные в реальном выражении ставки.

Выпуск цифрового рубля – дешевого и удобного платежного инструмента – приведет к повышению конкуренции в финансовом секторе, более эффективному перераспределению финансовых ресурсов и прибыли внутри банковского сектора. Преимущества получают устойчивые банки, предлагающие клиентам наиболее выгодные условия по своим продуктам.

Введение цифрового рубля не затронет фундаментальные основы функционирования банковской системы и принципы реализации денежно-кредитной политики. Прежде всего будет сохранена двухуровневая банковская система, у кредитных организаций останутся их основные функции – кредитование экономики и аккумулирование сбережений населения. В то же время введение цифрового рубля создаст условия для перераспределения прибыли в пользу более эффективных финансовых посредников, а также развития платежной инфраструктуры. В случае перетока средств с банковских счетов в цифровые рубли и формирования структурного дефицита ликвидности Банк России готов оперативно реагировать и принимать все необходимые меры для поддержания краткосрочных процентных ставок вблизи ключевой ставки, обеспечения устойчивости банковской системы и финансовой стабильности.

## Приложение 9. Развитие финансового рынка

### Банк России активно участвует в разработке и реализации политики по развитию финансового рынка, которое важно для успешной структурной трансформации экономики и повышения эффективности денежно-кредитной политики

В настоящий момент происходит не только восстановление российского финансового рынка, но и развитие его основных сегментов. При этом структурная трансформация российской экономики продолжается. Для ее финансирования необходим значительный объем долгосрочных ресурсов, которые в условиях действующих санкционных ограничений могут быть сформированы преимущественно из внутренних источников, в том числе сбережений граждан. Трансформация сбережений в инвестиции происходит на финансовом рынке, уровень развития которого является одним из факторов, влияющих на скорость структурной трансформации и развития экономики.

Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и реализует политику по развитию финансового рынка. Среднесрочные задачи по развитию финансового рынка содержатся в Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов и исполняются в целом в намеченные сроки.

В первую очередь целесообразно выделить комплекс мер, направленных на развитие рынка капитала. В частности, были реализованы меры, стимулирующие активность инвесторов на рынке капитала – велась работа по расширению линейки инструментов долгосрочных сбережений и инвестиций, а также деятельность по доработке существующих инструментов. Так, в целях развития долгосрочных сбережений был уточнен порядок налогообложения долгосрочных вкладов<sup>1</sup>. В части расширения линейки инструментов можно выделить следующие мероприятия: запуск программы долгосрочных сбережений<sup>2</sup>, введение нового типа индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) – ИИС третьего типа<sup>3</sup>, появление с 1 января 2025 года на российском рынке нового инструмента для долгосрочных инвестиций – долевого страхования жизни<sup>4</sup>. Для повышения привлекательности инструментов рынка капитала для граждан был установлен налоговый вычет<sup>5</sup> на долгосрочные сбережения граждан, распространяемый на договоры негосударственного пенсионного обеспечения, договоры долгосрочных сбережений, а также на ИИС третьего типа. Все эти меры будут содействовать формированию условий для повышения привлекательности инструментов рынка капитала среди розничных инвесторов.

Не менее важными для развития рынка капитала, в том числе в интересах структурной адаптации экономики, являются институциональные инвесторы, меры по стимулированию которых также реализовывались в рассматриваемый период. Так, для негосударственных пенсионных фондов (НПФ) расширены<sup>6</sup> возможности по приобретению акций в рамках IPO в состав пенсионных средств. Наряду с уже введенным стимулирующим регулированием для страховых организаций

<sup>1</sup> Принят Федеральный закон от 08.08.2024 № 259-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации о налогах и сборах».

<sup>2</sup> Принят Федеральный закон от 10.07.2023 № 299-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>3</sup> Принят Федеральный закон от 19.12.2023 № 600-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>4</sup> Принят Федеральный закон от 25.12.2023 № 631-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>5</sup> Принят Федеральный закон от 23.03.2024 № 58-ФЗ «О внесении изменений в статьи 102 и 126-2 части первой и часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации».

<sup>6</sup> В части пенсионных накоплений – Указание Банка России от 22.05.2024 № 6732-У «О внесении изменений в Положение Банка России от 1 марта 2017 года № 580-П». В части пенсионных резервов – Указание Банка России от 18.06.2024 № 6759-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 5 декабря 2019 года № 5343-У».

и паевых инвестиционных фондов реализованы меры, направленные на стимулирование инвестиций профессиональных участников рынка ценных бумаг<sup>7</sup> и НПФ<sup>8</sup> в облигации российских эмитентов, выпущенные в рамках финансирования проектов технологического суверенитета и структурной адаптации экономики<sup>9</sup>. В среднесрочной перспективе меры, направленные на развитие рынка капитала и усиление его роли в финансировании экономики позволят повысить активность эмитентов, институциональных и частных инвесторов. С одной стороны, это будет снижать влияние единичных крупных сделок на ценообразование на рынке капитала. С другой стороны, изменения котировок ценных бумаг будут влиять на поведение более широкого круга экономических субъектов. В результате будет увеличиваться значимость каналов трансмиссионного механизма, связанных с влиянием процентных ставок на цены активов.

Увеличению активности на российском финансовом рынке будут способствовать и меры по развитию конкуренции и расширению свободы выбора потребителей, в том числе их переключения между различными поставщиками финансовых услуг. Так, граждане, осуществляющие перевод средств в пределах 30 млн рублей между своими счетами (вкладами) в разных банках и на свой кошелек на финансовой платформе, освобождены от комиссии<sup>10</sup>. Улучшению условий конкуренции и повышению информированности потребителей финансовых услуг будут способствовать вступившие в силу изменения в правила расчета полной стоимости потребительского кредита (займа), в которую теперь включаются все расходы заемщика, являющиеся фактическими условиями предоставления кредита или фактически влияющие на условия кредитного договора<sup>11</sup>. Растущая конкуренция между банками будет способствовать ускорению влияния решений по денежно-кредитной политике на ставки по банковским продуктам и, таким образом, повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма.

Для расширения возможностей по осуществлению международных расчетов ведется разработка альтернативных механизмов. Так, предусмотрена возможность использования цифровых прав в качестве встречного предоставления при осуществлении внешнеторговой деятельности<sup>12</sup>. Содействовать осуществлению международных расчетов будет расширение возможностей банков с базовой лицензией на постоянной основе открывать корреспондентские счета за границей. Эта мера также соответствует целям дальнейшего развития пропорционального регулирования банковской деятельности<sup>13</sup>. Кроме того, с 1 сентября 2024 года определен порядок открытия филиалов иностранных банков из дружественных стран<sup>14</sup>.

<sup>7</sup> Приняты Указание Банка России от 09.10.2023 № 6570-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 22 марта 2019 года № 5099-У» и Указание Банка России от 09.10.2023 № 6571-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 2 августа 2021 года № 5873-У».

<sup>8</sup> Принято Указание Банка России от 07.11.2023 № 6598-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 4 июля 2016 года № 4060-У».

<sup>9</sup> В соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 15.04.2023 № 603 «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации и Положения об условиях отнесения проектов к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации, о представлении сведений о проектах технологического суверенитета и проектах структурной адаптации экономики Российской Федерации и ведении реестра указанных проектов, а также о требованиях к организациям, уполномоченным представлять заключения о соответствии проектов требованиям к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации».

<sup>10</sup> Принят Федеральный закон от 04.08.2023 № 482-ФЗ «О внесении изменений в статьи 29 и 36 Федерального закона «О банках и банковской деятельности».

<sup>11</sup> Федеральный закон от 24.07.2023 № 359-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О потребительском кредите (займе)» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>12</sup> Принят Федеральный закон от 11.03.2024 № 45-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

<sup>13</sup> Принят Федеральный закон от 12.12.2023 № 566-ФЗ «О признании утратившими силу частей второй и девятой статьи 5.1 Федерального закона «О банках и банковской деятельности».

<sup>14</sup> Принят Федеральный закон от 08.08.2024 № 275-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

В целях обеспечения финансовой стабильности реализован ряд мер, способствующих ограничению долговой нагрузки граждан: введена обязанность для кредитных и микрофинансовых организаций по расчету показателя долговой нагрузки (ПДН) заемщика в указанных в законе<sup>15</sup> случаях, дополнительно повышены надбавки к коэффициентам риска по ипотечным кредитам с высоким ПДН<sup>16</sup>. Для заемщиков с повышенной долговой нагрузкой<sup>17</sup> введена категория потребительских кредитов (займов)<sup>18</sup>, чтобы они могли получать потребительские кредиты (займы) в банках и не обращаться к микрофинансовым организациям, где ставки выше. С 1 июля 2024 года повышены надбавки к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам и установлены надбавки по автокредитам<sup>19</sup>.

Банк России совместно с Правительством Российской Федерации продолжит реализацию политики по развитию финансового рынка по следующим направлениям.

### **1. Создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики при сохранении устойчивости финансового сектора**

Структурная трансформация требует значительного объема долгосрочных ресурсов. Для обеспечения экономики сбалансированным набором источников финансирования необходимо повышение роли рынка капитала и небанковских финансовых посредников, активное присутствие на рынке различных групп инвесторов и эмитентов, развитие инструментов для долгосрочных сбережений и инвестиций, а также укрепление доверия на финансовом рынке. Реализация мероприятий по указанным направлениям будет способствовать увеличению роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики, а также может привести к росту эффективности трансмиссии решений по ключевой ставке в экономику по каналам, связанным с финансовым рынком (в частности, по балансовому и узкому кредитному каналам).

К числу значимых мероприятий, запланированных к реализации, можно отнести работу по фокусированию механизмов государственной поддержки на инструментах долгосрочных сбережений и инвестиций – в частности, по распространению системы гарантирования на ИИС третьего типа<sup>20</sup> и договоры добровольного страхования жизни.

Отдельным направлением работы выступает повышение привлекательности российского рынка для инвесторов из дружественных стран. Проведение эксперимента по партнерскому (исламскому) финансированию может обеспечить расширение возможностей для привлечения инвестиций из стран, в которых оно развито. Углубление связей российского финансового рынка с финансовыми рынками дружественных стран будет способствовать усилению влияния ставок внутреннего финансового рынка на курс рубля и, соответственно, частичному восстановлению значимости валютного канала трансмиссионного механизма.

Для развития рынка капитала важно также реализовывать меры, направленные на стимулирование активности эмитентов. Так, Правительство Российской Федерации и Банк

<sup>15</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29.12.2022 № 601-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О потребительском кредите (займе)».

<sup>16</sup> [Решение](#) Совета директоров Банка России от 22.12.2023.

<sup>17</sup> ПДН более 60%, кредиты до 1 года с суммой выдачи до 30 тыс. рублей и кредиты от 1 года до 3 лет с суммой выдачи от 30 тыс. до 100 тыс. рублей.

<sup>18</sup> Указание Банка России от 08.12.2023 № 6621-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 10 апреля 2023 года № 6406-У».

<sup>19</sup> [Решение](#) Совета директоров Банка России от 26.04.2024.

<sup>20</sup> В частности, в целях стимулирования и защиты инвестиций граждан в ИИС в настоящее время прорабатывается вопрос создания системы возмещения стоимости имущества, учитываемого на ИИС, открытых после 01.01.2024. Соответствующий проект федерального закона № 579984-8 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (в части создания системы возмещения стоимости имущества на индивидуальных инвестиционных счетах) принят Государственной Думой в первом чтении.

России совместно обсуждают меры поддержки для эмитентов – технологических компаний. Помимо этого, планируется развивать и другие формы привлечения финансирования, которые компании могут применять на более ранних этапах своего существования. Растущая конкуренция между фондовым рынком и рынком банковских кредитов в качестве источника финансирования организаций будет способствовать ускорению влияния импульсов денежно-кредитной политики на ставки по банковским кредитам и, соответственно, повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма.

В части расширения возможностей по участию банков в финансировании трансформации экономики Банк России считает приоритетным вопрос повышения срочности банковских вкладов, в том числе безотзывных сберегательных сертификатов. В связи с этим Банк России представил<sup>21</sup> концепцию дифференциации лимита страхового возмещения и ставок отчислений в фонд обязательного страхования вкладов в зависимости от вида, срока и валюты вклада, по итогам обсуждения которой будут разработаны соответствующие изменения в регулирование. Для решения вопроса диверсификации кредитного риска Банк России будет содействовать развитию рынка неипотечной секьюритизации. Также рассматривается вопрос распространения на банки с базовой лицензией действия программы стимулирующего регулирования для участия в финансировании проектов технологического суверенитета и адаптации экономики.

Продолжается работа по переходу на кредитный рейтинг в качестве основного критерия отбора банков для размещения в них государственных средств и средств иных социально значимых субъектов. Правительство Российской Федерации сможет устанавливать разные уровни рейтингов для различных ситуаций в зависимости от приемлемого уровня рисков. Реализация такого подхода позволит расширить круг финансово устойчивых банков, имеющих право привлекать указанные средства, и повысить потенциал трансляции временно свободных средств в экономику.

Для эффективной работы финансового рынка важно восстановление и укрепление доверия всех его участников. Для развития долевого финансирования принципиально важным остается развитие практик корпоративного управления – это в том числе и защита прав миноритарных инвесторов, и обеспечение предсказуемости дивидендных выплат. Кроме того, для формирования доверительной среды необходимо наличие качественной, достоверной информации. Поэтому важно раскрытие такой информации эмитентами ценных бумаг, создание национальной системы финансовых и товарных индикаторов.

## **2. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса**

Обеспечение защиты потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение их финансовой и инвестиционной грамотности – важнейшие направления деятельности Банка России. На ближайшем горизонте важной остается задача по повышению защищенности потребителей инвестиционных продуктов, в том числе с учетом активного развития технологий и дистанционных каналов обслуживания.

Банк России ведет работу над комплексом мер, направленных на защиту розничных инвесторов и совершенствование подходов к их допуску на рынок капитала в части процедур тестирования, признания лиц квалифицированными инвесторами, перечня доступных только квалифицированным инвесторам инструментов и ряда других.

<sup>21</sup> Подробнее см. [«Дифференциация лимита страхового возмещения и ставок страховых взносов в фонд обязательного страхования вкладов в зависимости от вида, срока и валюты вклада»](#).

Отдельным приоритетом для Банка России является повышение уровня доступности, качества и расширение ассортимента финансовых услуг для граждан и бизнеса, а в особенности для групп потребителей, требующих особого внимания: жителей отдаленных, малонаселенных и труднодоступных территорий; людей с инвалидностью, пожилых и других маломобильных групп населения; граждан с невысоким уровнем доходов; субъектов МСП.

В рамках обеспечения комплексной защиты прав потребителей финансовых услуг одной из задач является обеспечение формирования у граждан Российской Федерации ключевых элементов финансовой культуры (ценностей, установок и поведенческих практик), способствующих финансовому благополучию человека, семьи и общества, в том числе через формирование компетенций по финансовой грамотности, развитие финансового рынка и общественных институтов, а также воздействие на ценности человека с помощью продукции креативных индустрий.

Меры, направленные на защиту прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, обеспечивают формирование доверительной среды на российском финансовом рынке. Это будет способствовать более рациональной реакции на изменения ситуации в экономике в целом и на финансовом рынке в частности. Такая реакция будет способствовать повышению эффективности канала ожиданий в национальной экономике. Эти мероприятия, а также меры по повышению финансовой доступности для граждан и бизнеса будут содействовать расширению круга пользователей финансовых услуг, на экономическое поведение которых денежно-кредитная политика оказывает непосредственное влияние. Соответственно, будет увеличиваться общая эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

### **3. Цифровизация финансового рынка и развитие платежной инфраструктуры**

Содействие цифровизации финансового рынка остается одним из стратегических приоритетов Банка России. Продолжается дальнейшая реализация цифровых инфраструктурных проектов, а также создание правовых условий, способствующих внедрению инноваций на финансовом рынке.

Банк России продолжит развивать технологии обмена данными на рынке, что расширит потенциал предоставления финансовых услуг и сервисов в цифровом виде. Важным шагом станет внедрение регулирования Открытых API на финансовом рынке при реализации модели Открытых финансов. Одновременно планируется разработка спецификаций для нефинансового рынка по модели Открытых данных с рекомендательным характером использования.

Кроме того, будет продолжена работа по развитию Цифрового профиля и Единой биометрической системы (ЕБС), что будет способствовать снижению затрат участников финансового рынка.

Совместно с заинтересованными федеральными органами исполнительной власти и участниками финансового рынка Банк России реализует мероприятия, направленные на расширение перечня услуг, предоставляемых финансовыми организациями с использованием Цифрового профиля физическим и юридическим лицам. Кроме того, планируется обеспечить вывод новых сведений в Цифровой профиль и увеличить число подключенных к нему организаций.

Также будет продолжено развитие финансовых и нефинансовых сервисов, предоставляемых с помощью ЕБС. В частности, Банк России продолжит работу по развитию биоэквайринга. На сегодня уже проведены первые пилотные транзакции. В дальнейшем планируется завершить работу по запуску промышленного решения и обеспечить масштабирование биоэквайринга в целях обеспечения гражданам доступа к совершению платежей с помощью биометрических персональных данных.

Для развития инновационных инструментов на финансовом рынке ведется работа по совершенствованию регулирования цифровых прав и дальнейшему развитию этого сегмента финансового рынка.

В целях содействия внедрению инноваций будет продолжено развитие условий для установления экспериментальных правовых режимов на финансовом рынке.

Обеспечение независимости российской экономики с точки зрения функционирования финансового рынка касается прежде всего развития необходимой независимой инфраструктуры платежей и расчетов. В рамках Национальной системы платежных карт и платежной системы «Мир» продолжится дальнейшее развитие продуктов и сервисов на базе инновационных цифровых решений. Запланирована работа по расширению функционала Системы быстрых платежей. Банк России также планирует расширить график работы платежной системы, что позволит создать дополнительные возможности для граждан и бизнеса по осуществлению платежей и переводов в удобное для них время.

Важнейшей новацией в сфере денежного обращения, платежей и расчетов станет внедрение цифрового рубля. С 15 августа 2023 года началось пилотирование операций с реальными цифровыми рублями на ограниченном круге пользователей. По результатам пилота будет приниматься решение о масштабировании цифрового рубля (см. приложение 8 [«Влияние цифрового рубля на денежно-кредитную политику»](#)).

В целом реализация мер в области цифровизации финансового рынка и развития платежной инфраструктуры позволит повысить скорость платежей и расчетов и снизить издержки на их совершение, способствуя ускорению отражения в операциях на товарном и финансовом рынках изменений, связанных с решениями по денежно-кредитной политике. Это будет положительно влиять на эффективность трансмиссионного механизма.

#### **4. Развитие системы внешнеторговых платежей и расчетов**

В условиях сохраняющегося внешнеполитического давления со стороны стран, совершающих недружественные действия, продолжается работа по выстраиванию новых каналов международных расчетов. Банк России работает над развитием корреспондентских отношений между кредитными организациями с фокусом на расчеты в национальных валютах, а также над расширением каналов передачи финансовой информации, отличных от SWIFT.

По мере устранения барьеров во внешнеторговых операциях, связанных с внешнеполитическим давлением, влияние курса рубля на объемы внешней торговли будет становиться менее «зашумленным» и, соответственно, будет частично восстанавливаться значимость валютного канала трансмиссионного механизма.

#### **5. Обеспечение финансовой стабильности**

Приоритетом для Банка России является сохранение финансовой стабильности, доверия вкладчиков и инвесторов к российской финансовой системе. Поскольку только надежный финансовый сектор способен обеспечивать бесперебойное проведение платежей и трансформацию сбережений в инвестиции, реализация мер в этом направлении позволит обеспечить эффективность трансмиссии решений по денежно-кредитной политике.

Среди ключевых задач – завершение выхода из регуляторных послаблений и переход к накоплению буферов капитала.

По мере реализации мер политики по развитию финансового рынка Банк России будет оценивать их влияние на эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

## Приложение 10. Денежная программа

Основная цель денежно-кредитной политики Банка России – поддержание инфляции вблизи 4%, а операционная цель – поддержание однодневных ставок в необеспеченном сегменте овернайт межбанковского денежного рынка вблизи ключевой ставки. Эта 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)<sup>1</sup>  
(НА КОНЕЦ ПЕРИОДА, ТРЛН РУБ., ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. П-2

	2023 (факт)	Базовый			
		2024	2025	2026	2027
<b>1. Денежная база (узкое определение)</b>	<b>18,5</b>	<b>18,7</b>	<b>19,6</b>	<b>20,6</b>	<b>21,9</b>
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	18,3	18,3	19,1	20,1	21,3
1.2. Обязательные резервы <sup>2</sup>	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
<b>2. Чистые международные резервы</b>	<b>51,6</b>	<b>50,4</b>	<b>50,3</b>	<b>51,6</b>	<b>51,9</b>
– в млрд долл. США <sup>3</sup>	576	562	561	576	579
<b>3. Чистые внутренние активы</b>	<b>-33,1</b>	<b>-31,7</b>	<b>-30,8</b>	<b>-31,0</b>	<b>-30,1</b>
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-6,8	-5,7	-7,2	-8,5	-8,8
3.2. Чистый кредит банкам	-4,3	-5,4	-2,7	-1,5	0,0
3.2.1. Валовой кредит банкам	3,8	3,7	5,3	4,8	6,8
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования <sup>4</sup>	3,5	3,4	4,9	4,4	6,4
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-4,5	-5,1	-5,5	-6,0	-6,5
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-3,6	-4,0	-2,4	-0,2	-0,2
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы <sup>5</sup>	-22,1	-20,7	-20,8	-21,1	-21,3

<sup>1</sup> Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на конец 2023 года, равному 89,7 рублей за доллар США, и по фиксированным кросс-курсам доллара США к иностранным валютам на конец 2023 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 сокращение задолженности банков по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте, операции Банка России по покупке монетарного золота и расчеты по сделкам «валютный своп» по продаже иностранной валюты за рубли.

<sup>4</sup> Включают требования по операциям рефинансирования в рублях, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» по покупке Банком России иностранной валюты за рубли.

<sup>5</sup> Включают операции с использованием денежных средств ГК АСВ и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

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

Изменению денежной базы в 2024–2027 годах будет способствовать динамика объема наличных денег в обращении. Базовый прогноз Банка России предполагает близкое к нулю изменение объема наличных денег в обращении по итогам 2024 года. Это связано с общей нормализацией спроса на наличные деньги, а также с сохранением привлекательных ставок по депозитам. Однако в 2025–2027 годах ожидается постепенный возврат к траектории роста объема наличных денег в соответствии с динамикой номинального ВВП. Дальнейшее расширение практики использования безналичных расчетов будет ограничивать рост этого показателя.

Рост величины обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, в 2024 году связан с увеличением объема депозитов в банках и, как следствие, резервируемых обязательств в 2023–2024 годах, а также с ежегодным перерасчетом по обязательным резервам. Общая величина обязательных резервов перераспределится в соответствии со следующими коэффициентами: 0,9 подлежит усреднению

банками на корреспондентских счетах в Банке России, а 0,1 зачисляется на специальные счета по учету обязательных резервов. Кроме того, дальнейший рост показателя в рассматриваемый период обусловлен общим увеличением денежной массы в национальном определении. При этом изменение обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, также хранящихся на специальных счетах, отражено в графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы».

## **Графа 2 «Чистые международные резервы»**

Изменения по графе 2 «Чистые международные резервы» учитывают проведение регулярных операций по покупке и продаже иностранной валюты в рамках бюджетного правила, зеркалирование Банком России операций со средствами ФНБ сверх бюджетного правила и операции в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России.

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

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

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает предпосылку о финансировании части бюджетных расходов с использованием средств ФНБ в 2024 году и с возвратом с 2025 года к формированию бюджетных расходов в соответствии с долгосрочными параметрами бюджетного правила.

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

Значение графы 3.2 «Чистый кредит банкам» в течение прогнозного периода будет снижаться в абсолютном выражении из-за роста объема наличных денег в обращении и увеличения общего размера обязательных резервов банков.

Графа 3.2.1.1 «Требования по операциям рефинансирования» учитывает операции банков по привлечению средств на длительные сроки, в том числе с помощью специализированных инструментов рефинансирования. При переходе к дефициту ликвидности и по мере того, как основными операциями по управлению ликвидностью станут недельные аукционы по предоставлению средств, эта графа будет балансирующей в денежной программе. В результате изменений других статей денежной программы требования по операциям рефинансирования Банка России в базовом сценарии увеличиваются.

Прогноз значения графы 3.2.2 «Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России» предполагает равномерную траекторию выполнения усреднения обязательных резервов кредитными организациями. Прогноз учитывает рост этого показателя в рассматриваемый период за счет увеличения широкой денежной массы.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» в условиях профицита ликвидности является балансирующей в денежной программе. В результате изменения других статей денежной программы объем депозитов и размещения купонных облигаций Банка России в базовом сценарии в 2024–2025 годах снижается. В 2026–2027 годах объем рефинансирования продолжает увеличиваться, а на депозитах постоянного действия сохраняется остаток 0,2 трлн рублей.

### **Графа 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы»**

Изменения по графе 3.3 на прогнозном периоде учитывают выплату Банком России процентов по стандартным операциям абсорбирования и рефинансирования, а также операции Минфина России по инвестированию средств ФНБ, валютную переоценку активов и рост обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, хранящихся на специальных счетах.

## Приложение 11. Таргетирование инфляции: межстрановые сопоставления

**На страны, придерживающиеся таргетирования инфляции, приходится около 70% мирового ВВП. Данный режим позволяет эффективнее поддерживать ценовую стабильность и улучшает перспективы экономического роста**

### Эффективность режима таргетирования инфляции и его распространение в мире

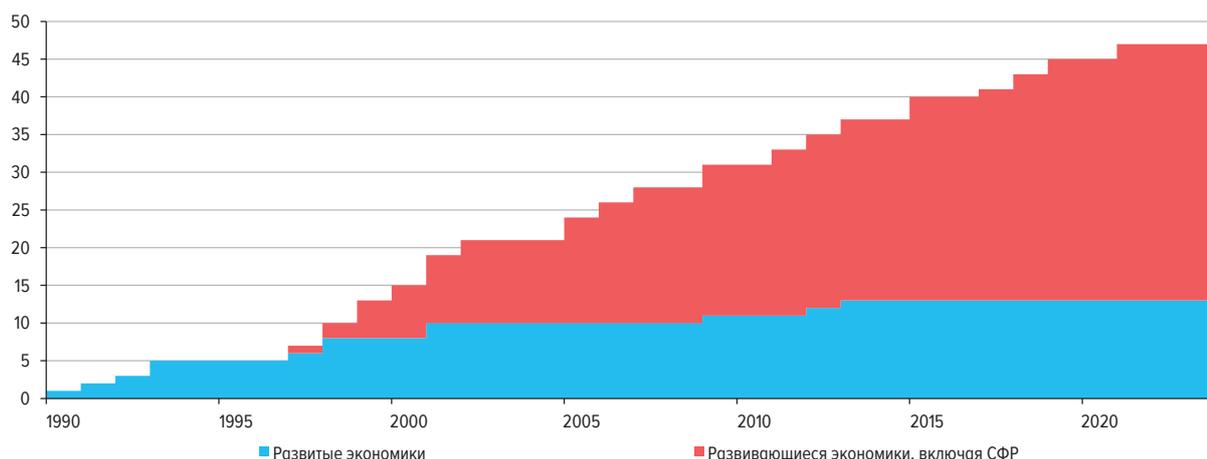
#### Роль стран, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в мировой экономике

Сегодня в мире ценовая стабильность, то есть низкая и стабильная инфляция, является основной задачей центральных банков при проведении денежно-кредитной политики. На практике центральные банки чаще всего реализуют ее через режим таргетирования инфляции. Формирование четкой зоны ответственности центрального банка и повышение его подотчетности перед обществом в сочетании с ясностью целеполагания обусловили широкое распространение таргетирования инфляции в мире с начала 1990-х годов. По данным МВФ<sup>1</sup>, в настоящее время денежно-кредитную политику в рамках таргетирования инфляции де-юре или де-факто проводят центральные банки 47 стран и интеграционных объединений<sup>2</sup>. По оценкам за 2023 год, на эти страны приходится около 70% мирового ВВП. И практически все из них относятся к странам с высоким или средним уровнем дохода, согласно классификации Всемирного банка.

Первым центральным банком, перешедшим к таргетированию инфляции, в 1989 году стал Резервный банк Новой Зеландии. К началу 2000-х годов переход к режиму таргетирования инфляции был осуществлен практически во всех развитых<sup>3</sup> экономиках. Среди развивающихся

СТРАНЫ, ПРИМЕНЯЮЩИЕ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ  
(КОЛИЧЕСТВО СТРАН, ЕД.)

Рис. П-24

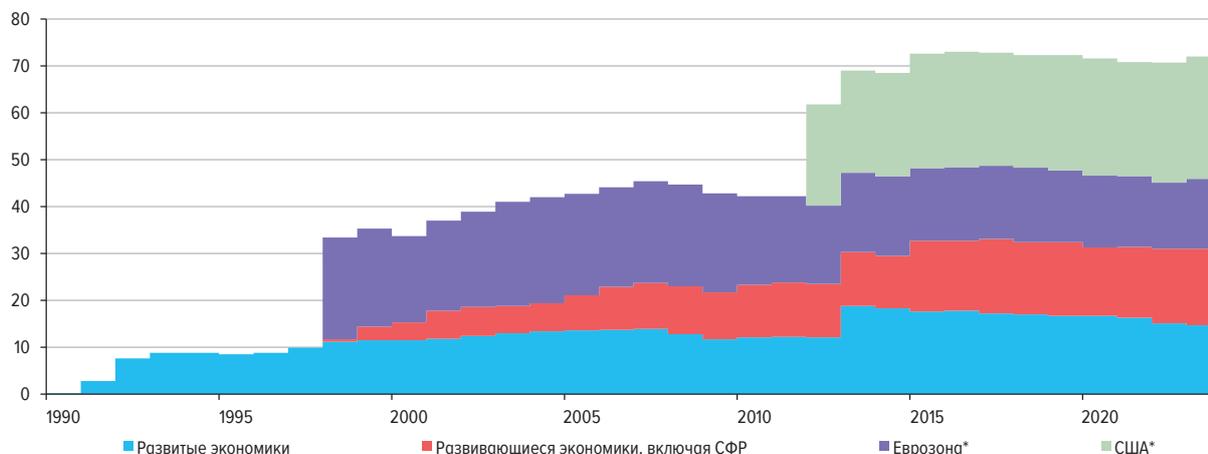


Источники: МВФ, Ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2022).

- <sup>1</sup> См. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2022).
- <sup>2</sup> Единственным интеграционным объединением в составе экономик, где проводится политика таргетирования инфляции, является Европейский валютный союз (еврозона) с 20 государствами-членами. Республика Сейшельские Острова также классифицируется как страна, где центральный банк придерживается режима таргетирования инфляции. Однако с 2021 года центральный банк страны не использует количественно формализованную цель по инфляции.
- <sup>3</sup> На практике к регионам, где центральные банки таргетируют инфляцию, относят США и Европейский валютный союз (еврозону). Это связано с тем, что, хотя ФРС США и ЕЦБ официально не объявляют себя таргетерами инфляции, они имеют все ключевые отличительные элементы таргетирования инфляции: объявленные публично цели по инфляции, плавающие курсы национальных валют, процентные ставки и коммуникацию как основные инструменты денежно-кредитной политики.

ДОЛЯ СТРАН, ПРОВОДЯЩИХ ПОЛИТИКУ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ, В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ  
(ДОЛЯ В МИРОВОМ ВВП, %)

Рис. П-25



\* В США целевой уровень инфляции установлен с 2012 года, в еврозоне – в 1998 году.

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

экономик первопроходцем в таргетировании инфляции с 1997 года стал Чешский национальный банк<sup>4</sup>. Банк России перешел к таргетированию инфляции в 2015 году. Среди стран – членов БРИКС, помимо Банка России, таргетирования инфляции официально придерживаются Резервный банк Индии, Центральный банк Бразилии и Резервный банк ЮАР. Народный банк Китая, хотя и не может считаться таргетером инфляции, за последние десятилетия заметно изменил подходы к проведению денежно-кредитной политики (в большей степени на уровне инструментов), несколько приблизив их к подходам, применяемым в рамках таргетирования инфляции, и продолжает дальнейшее развитие<sup>5</sup>. По состоянию на 2022 год среди СФР таргетерами инфляции являются центральные банки 34 стран, и их количество продолжает постепенно расти.

### Эффективность таргетирования инфляции по сравнению с другими режимами денежно-кредитной политики

Изучению результативности таргетирования инфляции за его более чем 30-летнюю историю посвящены многочисленные академические исследования, в том числе сравнивающие

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

<sup>5</sup> Отличительной особенностью денежно-кредитной политики Народного банка Китая (НБК) выступает множественность целей, промежуточных ориентиров и инструментов политики. Такая сложная структура во многом является наследием плановой экономики, отражает специфику развития рынков (стремительного, но неравномерного) и институциональной среды. За последние десятилетия (особенно после 2015 года) в условиях поступательного перехода экономики Китая на рыночные рельсы НБК сделал большой шаг вперед в повышении эффективности работы трансмиссионного механизма своей денежно-кредитной политики. Это касается в первую очередь выстраивания системы инструментов управления ликвидностью для влияния на ставки денежного рынка (по типу близкой к процентному коридору), в целом упрощения системы процентных ставок денежно-кредитной политики. Дополнительно уменьшилось прямое государственное участие в ценообразовании банковских продуктов в экономике, в том числе вмешательство в трансфертное ценообразование банков. Наконец, НБК постепенно уменьшил роль норматива обязательного резервирования при проведении денежно-кредитной политики, а также повысил информационную открытость для формирования доверия участников рынка. Несмотря на уже достигнутые успехи, по мнению многих экспертов, остается еще достаточно пространства для совершенствования, о чем говорит в том числе и сам НБК. В официальных выступлениях представителей НБК, в частности, подчеркивается приверженность дальнейшему развитию процентной политики, основанной на рыночных механизмах, и повышению прозрачности. Следует отметить, что в условиях множественности целей НБК также имеет действующий целевой ориентир по инфляции. Он устанавливается Государственным советом Китая и озвучивается премьер-министром страны весной каждого года. С 2015 года целевой ориентир находится на уровне «около 3%». При этом, исходя из официальной коммуникации НБК, цель по инфляции является несимметричной и представляет собой скорее потолок для инфляции. НБК в гораздо меньшей мере стремится избегать существенных отклонений инфляции вниз от цели, чем вверх.

эффективность данного режима с таргетированием отличных от инфляции макроэкономических показателей (например, денежных агрегатов или курса национальной валюты). Большинство исследований подтверждают преимущества таргетирования инфляции не только в поддержании ценовой стабильности, но и в улучшении перспектив роста экономики<sup>6</sup>.

Институциональные преобразования, реализуемые в условиях таргетирования инфляции (рост независимости и подотчетности центрального банка, улучшение практики коммуникации решений по денежно-кредитной политике), способствуют повышению уровня доверия общества к деятельности центрального банка, увеличивают предсказуемость макроэкономических условий<sup>7</sup>. Это снижает вес адаптивного («назадсмотрящего») компонента в инфляционных ожиданиях экономических агентов, что позволяет центральным банкам эффективнее достигать цели по инфляции и повышает гибкость денежно-кредитной политики.

Гибкость денежно-кредитной политики в рамках таргетирования инфляции и плавающего курса национальной валюты усиливает ее контрциклическую<sup>8</sup> роль в экономике. То есть национальная экономика в условиях таргетирования инфляции лучше абсорбирует внешние и внутренние экономические шоки по сравнению с режимами таргетирования отличных от инфляции макроэкономических показателей<sup>9</sup>.

Кроме того, в долгосрочной перспективе успешная реализация таргетирования инфляции не только повышает устойчивость экономического роста<sup>10</sup>, но также увеличивает его темпы<sup>11</sup>. При этом в развивающихся странах, в отличие от развитых, положительные эффекты на темпы роста экономики могут проявляться на более поздних этапах таргетирования инфляции. И важным условием для их реализации является накопление доверия к проводимой центральным банком денежно-кредитной политике в результате поддержания инфляции на стабильно низких уровнях.

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

Форматы среднесрочных<sup>12</sup> целей по инфляции, используемые центральными банками в мире, весьма разнообразны в части как уровней, так и типов. Цели по инфляции в развитых экономиках, как правило, устанавливаются на уровне 2% (исключение – Исландия и Австралия). Среди развивающихся экономик, для которых исторически характерна более высокая волатильность макроэкономической среды, разброс уровней целей более выраженный – от 2 до 8%. Но чаще всего цели по инфляции в СФР устанавливаются в диапазоне от 3 до 4%. При этом в последнее

<sup>6</sup> См., например, метаанализ 113 исследований, посвященных изучению результативности таргетирования инфляции: Hippolyte W. Balima, Eric G. Kilama, René Tapsoba. Inflation targeting: Genuine effects or publication selection bias? *European Economic Review*. Volume 128, 2020.

<sup>7</sup> См. Blinder (2000); Gürkaynak et al. (2006); Ötker & Freedman (2009); Картаев (2015); Schmidt-Hebbel & Carrasco (2016).

<sup>8</sup> Это преимущество особенно актуально для развивающихся экономик, где центральные банки исторически зачастую были вынуждены ужесточать, а не смягчать денежно-кредитную политику во время кризисов, что усиливало масштабы спадов экономики.

<sup>9</sup> См. Fratzscher et al. (2017).

<sup>10</sup> См. Mishkin (2004); Miller et al. (2012); Fratzscher et al. (2017); Balima et al. (2020); Ravenna & Ingholt (2021).

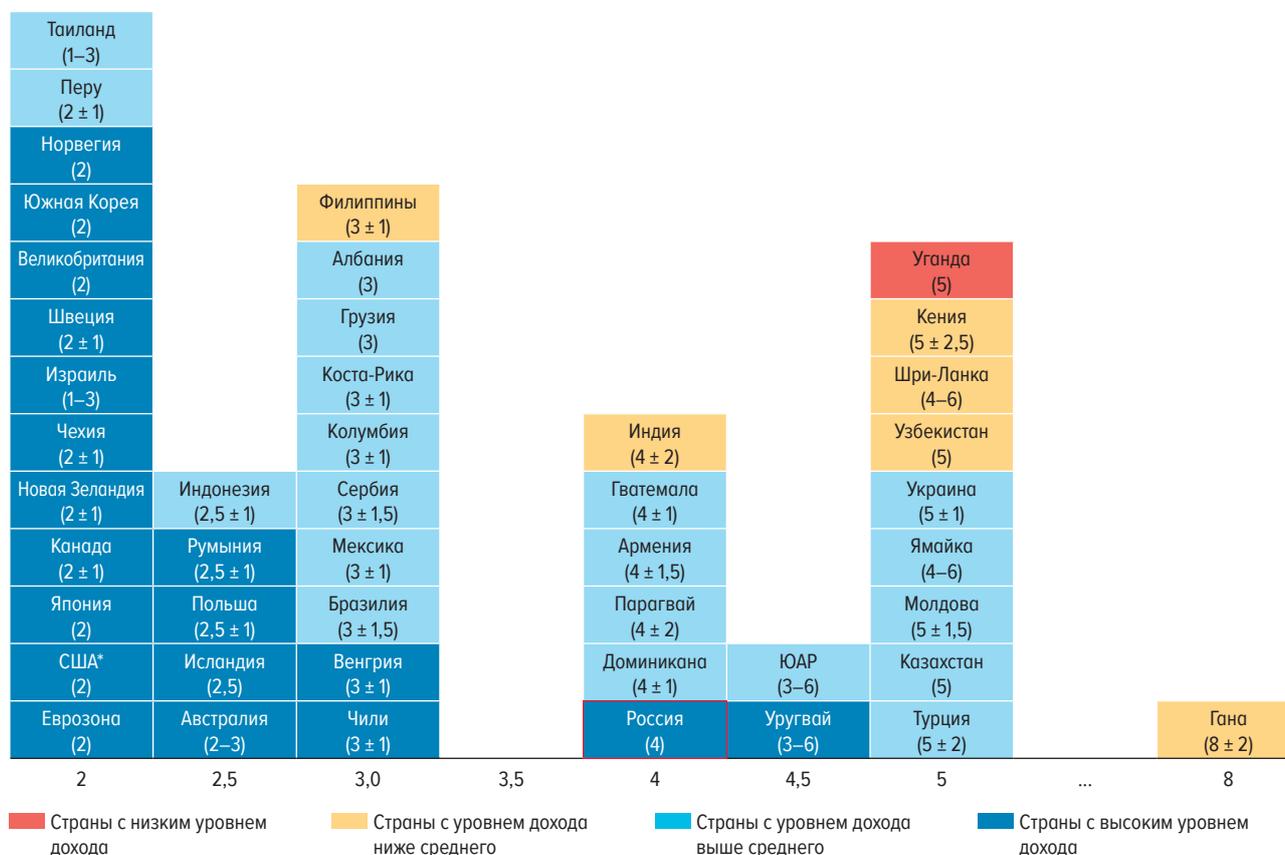
<sup>11</sup> См. Hale & Philippov (2015) или Картаев (2015).

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

**ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ, ПРИМЕНЯЮЩИХ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ, С ГРУППИРОВКОЙ ПО КЛАССИФИКАЦИИ ВСЕМИРНОГО БАНКА**

Рис. П-26

(%)



\* С августа 2020 года ФРС США применяет гибкое таргетирование средней инфляции (flexible average inflation targeting, или FAIT), поддерживая инфляцию в среднем около 2%. Примечание. При построении графика использована классификация Всемирного банка по данным о валовом национальном доходе на душу населения за 2023 год. Источники: сайты центральных банков, ежегодный доклад о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER, 2022), Всемирный банк.

десятилетие заметен тренд на снижение уровней целей по инфляции в развивающихся экономиках по мере накопления опыта таргетирования инфляции<sup>13</sup>.

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

На практике при выборе среднесрочных целей по инфляции (уровней и типов) центральные банки учитывают широкий набор факторов<sup>14</sup>. С одной стороны, это различные теоретические<sup>15</sup> критерии оптимальности формата цели. С другой стороны, это и факторы, отражающие практические особенности условий проведения денежно-кредитной политики: общая

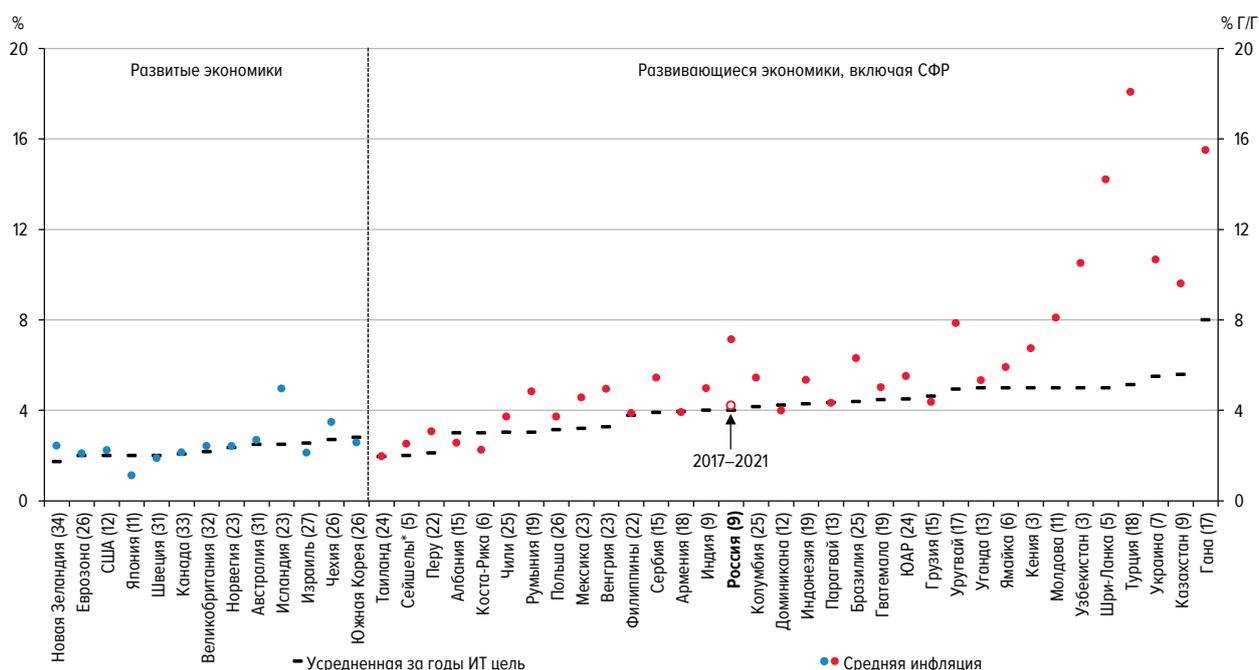
<sup>13</sup> См. Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. «Формат цели по инфляции». Аналитическая записка, 2023 год.

<sup>14</sup> Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. «Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире». Исследовательский доклад, 2023 год. Магжанов Т., Мещеряков А. «Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции?». Исследовательский доклад, 2023 год.

<sup>15</sup> Применительно к уровню цели по инфляции могут учитываться издержки для общественного благосостояния от ценовых колебаний. Издержки связаны среди прочего с проблемами номинальных жесткостей в экономике в краткосрочном периоде (особенно на рынке труда), с рисками достижения эффективной нижней границы ключевой ставки (Effective Lower Bound, ELB) в случае реализации дезинфляционных шоков в экономике. Что касается типа цели по инфляции, то здесь важны аспекты эффективного закоривания инфляционных ожиданий при одновременном обеспечении достаточной гибкости для денежно-кредитной политики в случае реализации про- или дезинфляционных шоков.

РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ ПО СТРАНАМ: СРЕДНИЕ ЦЕЛИ И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ ЗА ВЕСЬ ПЕРИОД ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ (ДО СЕНТЯБРЯ 2024 ГОДА)

Рис. П-27



\* Для Сейшел использована публичная цель по инфляции, действовавшая в 2019–2020 годах.

Примечание. Среднее значение инфляции рассчитано с момента перехода к режиму таргетирования инфляции по сентябрь 2024 года включительно. Для каждой страны использовался соответствующий цели индикатор инфляции, в том числе *Headline PCE* – для США, *CPIF* – для Швеции, *Core CPI* – для Уганды. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Развитые и развивающиеся страны разделены на две разные группы. Внутри групп страны отсортированы по величине среднего значения цели по инфляции. Среднее значение цели по инфляции учитывает в том числе изменение уровня цели на истории в случае, если такие изменения имели место. Если исторически в стране использовался тип цели в виде точки с диапазоном отклонений, то при расчете среднего уровня цели использовалась точка внутри диапазона. Если в стране использовался целевой диапазон без формализованной точки, использовалась середина диапазона.

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

стабильность макроэкономической среды, включая уровень доверия к макроэкономической политике и институтам; степень зрелости<sup>16</sup> режима таргетирования инфляции, успехи денежно-кредитной политики в поддержании низкой и стабильной инфляции; близость целевого ориентира по инфляции к целям в основных странах – торговых партнерах и сопоставимых по уровню развития экономиках; иные специфические для национальной экономики структурные особенности. На выбор типа цели по инфляции влияют и такие институциональные особенности условий проведения денежно-кредитной политики, как, например, вовлеченность правительства в выбор цели по инфляции, степень открытости центрального банка в объяснении логики решений по денежно-кредитной политике.

Хотя на практике в отдельные периоды инфляция может значительно отклоняться от цели, большинство центральных банков, придерживающихся режима таргетирования инфляции, в конечном счете успешно удерживают инфляцию вблизи целевых значений. При этом в большинстве развитых стран инфляция в среднем за весь период таргетирования отклоняется от целевого уровня (точки или середины диапазона) не более чем на 2 п.п., а в большинстве развивающихся – не более чем на 4 процентных пункта. Опыт таргетирования инфляции также играет роль: в подавляющем большинстве стран с опытом таргетирования инфляции более 20 лет инфляция в среднем находится в пределах установленных целей. В странах с меньшим опытом разброс несколько выше.

<sup>16</sup> Средний период таргетирования инфляции в развитых странах составляет 26 лет (в СФР – 16 лет).

## Практика таргетирования инфляции: ретроспективный взгляд

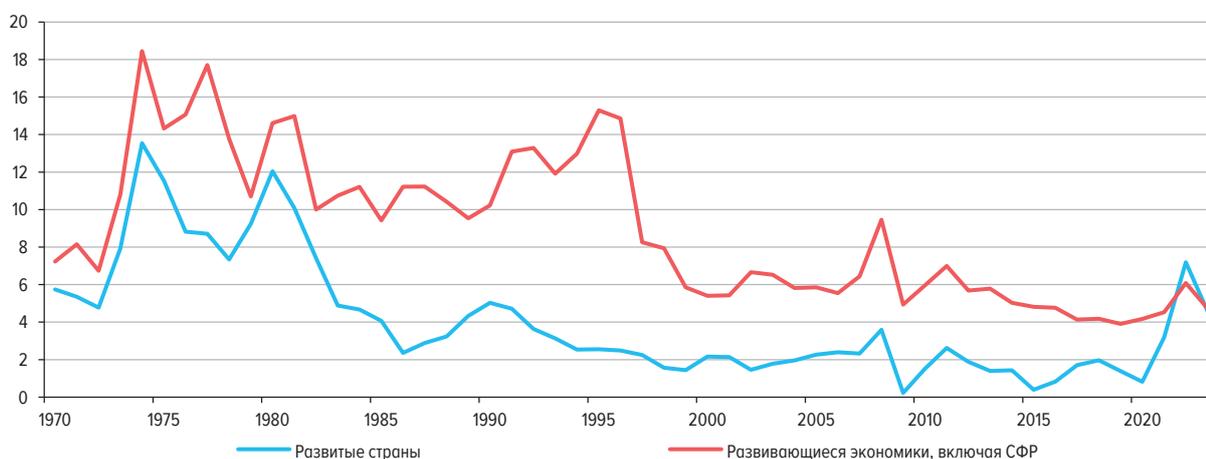
### Начало таргетирования инфляции в 1990-х и 2000-х годах

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

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

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

Рис. П-28



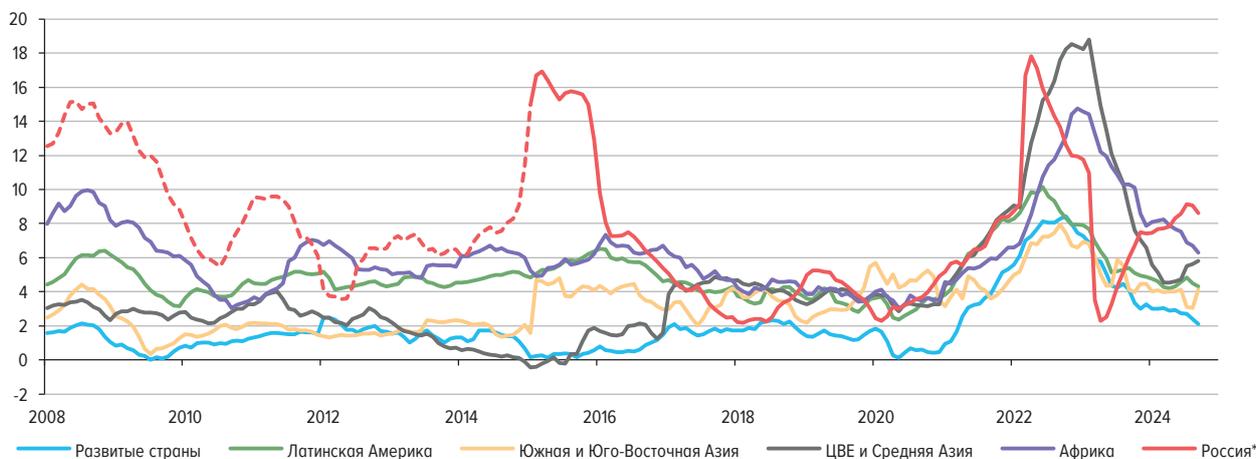
Источники: Jongrim Ha, M. Ayhan Kose, and Franziska Ohnsorge (2021). «One-Stop Source: A Global Database of Inflation». Policy Research Working Paper 9737, World Bank, Washington DC.

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

Десятилетие после МФК стало периодом устойчиво низкой инфляции в масштабах мировой экономики. Хотя в развивающихся экономиках инфляционная картина различалась по странам и регионам, важный вклад в укрепление общего тренда на формирование более низкой инфляции в этой группе стран вносил рост доверия к проводимой макроэкономической политике, в том числе на фоне увеличения среди этой группы стран числа центральных банков, таргетирующих инфляцию. В развитых экономиках ослабление инфляционного давления было особенно сильным. Во многих из них инфляция в течение продолжительного времени после МФК находилась даже ниже целей по инфляции, несмотря на существенное смягчение денежно-кредитной политики центральными банками этих стран.

ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ В РАЗРЕЗЕ ГРУПП СТРАН (%)

Рис. П-29



\* Пунктирная линия соответствует инфляции в России до перехода к таргетированию инфляции, сплошная линия – после перехода.  
 Примечание. Для расчетов используется средневзвешенное по ВВП по ППС (по данным Всемирного банка) внутри каждой группы годовое изменение индекса потребительских цен (ИПЦ). Страна включается в расчеты с момента перехода к таргетированию инфляции. Список стран по регионам: развитые страны – США, страны еврозоны, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия; Латинская Америка – Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай; Южная и Юго-Восточная Азия – Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка; ЦВЕ и Средняя Азия – Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан, Украина; Африка – ЮАР, Сейшельские Острова, Гана, Уганда, Кения.  
 Источники: Sbondis, Всемирный банк, расчеты Банка России.

На инфляцию в развитых странах влияли как циклические, так и структурные факторы. Так, восстановление крупнейших развитых экономик после МФК происходило медленно. Во многом это можно объяснить следующими причинами: запуск глобальной реформы банковского регулирования<sup>17</sup>, направленной на повышение устойчивости банковских систем к финансовым кризисам; существенное снижение склонности к риску широкого круга экономических агентов (населения, бизнеса и других)<sup>18</sup>; постепенное сворачивание бюджетных стимулов<sup>19</sup> после завершения активной фазы МФК и на фоне обострения проблем с государственным долговым бременем, особенно после европейского долгового кризиса 2009–2010 годов<sup>20</sup>. Понижительное давление на цены оказывало и усиление глобальной конкуренции в сфере розничной торговли в условиях быстрого развития сегмента интернет-розницы (так называемый Amazon-эффект)<sup>21</sup>. Кроме того, замедление темпов роста совокупной факторной производительности<sup>22</sup> и низкая склонность экономических агентов к риску одновременно привели к существенному снижению нейтральных процентных ставок денежно-кредитной политики в этой группе стран<sup>23</sup>. Это означает, что денежно-кредитная политика центральных банков развитых стран, снизивших ставки после начала МФК до околонулевых значений, в действительности не оказывала достаточного стимулирующего влияния для компенсации эффектов широкого набора дезинфляционных факторов. С целью увеличения монетарных стимулов для поддержки восстановления экономик и недопущения устойчивой дефляции центральные банки крупнейших развитых стран обратились к инструментам

<sup>17</sup> См. Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo, Luiz Pereira da Silva. What are the effects of macroprudential policies on macroeconomic performance? BIS Quarterly Review. September 2017.

<sup>18</sup> См., например, Brad Jones. Uncertainty and Risk Aversion – Before and After the Pandemic. Reserve Bank of Australia.

<sup>19</sup> См. Fiscal consolidation targets, plans and measures in OECD countries. Restoring public finances. 2012.

<sup>20</sup> См. Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, Martin A. Weiss. The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress. Congressional Research Service. 2012.

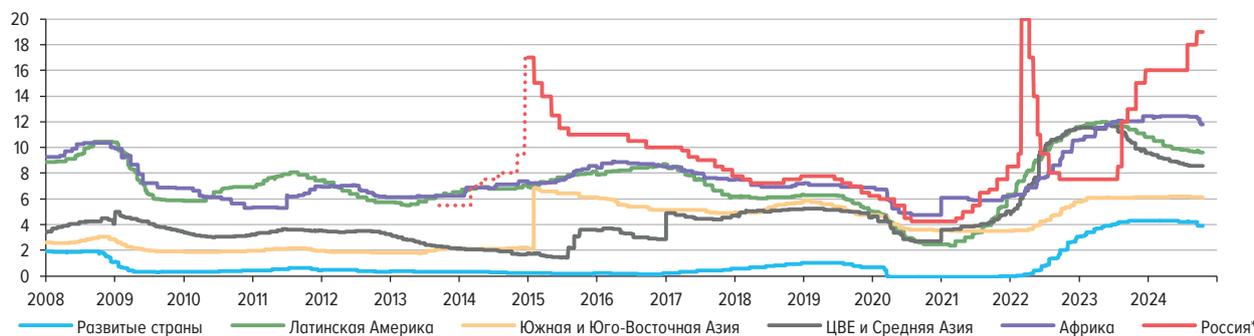
<sup>21</sup> См. выступление председателя Совета управляющих ФРС США Джанет Йеллен на конференции Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals. 2017.

<sup>22</sup> См. Dieppe, Alistair. 2021. Global Productivity. Trends, Drivers, and Policies. Washington, DC. World Bank.

<sup>23</sup> См. Holston K., Laubach, T., & Williams, J.C. Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. Journal of International Economics, 108. 2017.

## СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ ПО РЕГИОНАМ (%)

Рис. П-30

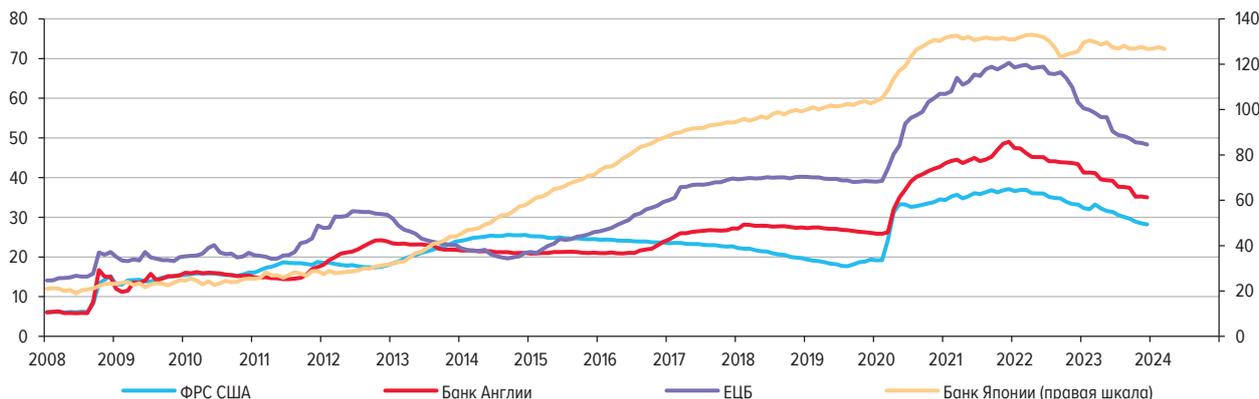


\* Пунктирная линия соответствует ключевой ставке в России до перехода к таргетированию инфляции, сплошная линия – после перехода.

Примечание. Ставка рассчитана как взвешенное по величине ВВП по ППС страны в регионе (по данным Всемирного банка) значение ключевых ставок центральных банков с января 2008 года по 18 октября 2024 года включительно. Список стран по регионам: развитые страны – США, страны еврозоны, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия; Латинская Америка – Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай; Южная и Юго-Восточная Азия – Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка; ЦВЕ и Средняя Азия – Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан, Украина; Африка – ЮАР, Сейшельские Острова, Гана, Уганда, Кения.  
Источники: Sbond, расчеты Банка России.

## БАЛАНСЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В ЭКОНОМИКАХ «ГРУППЫ ЧЕТЫРЕХ» (% К ВВП)

Рис. П-31

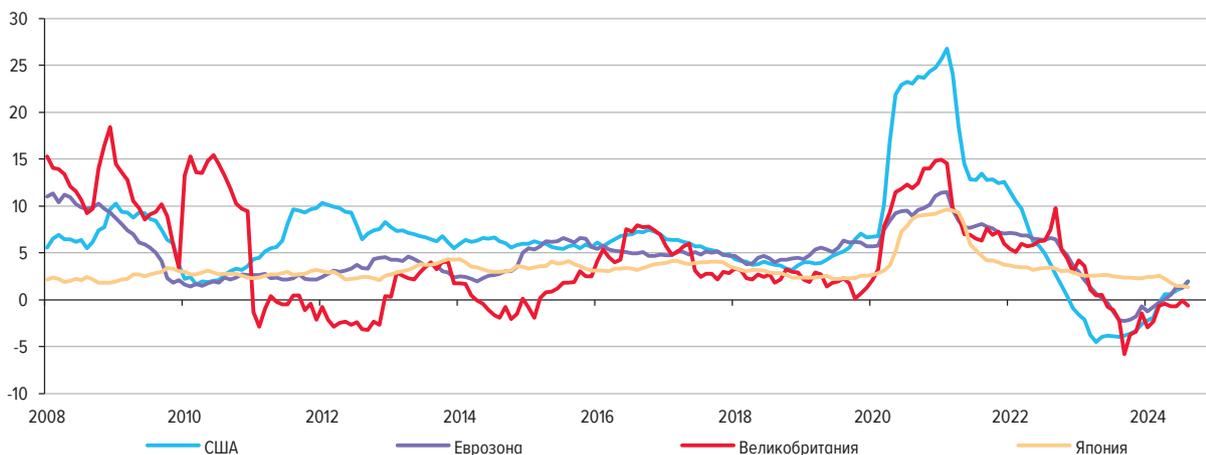


Примечание. На рисунке отражено отношение размера баланса центрального банка (с ежемесечной периодичностью) к величине номинального ВВП за скользящие 4 квартала (с исключением сезонности).

Источники: Sbond, FRED, расчеты Банка России.

## ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ (АГРЕГАТ М2) В ЭКОНОМИКАХ «ГРУППЫ ЧЕТЫРЕХ» (% Г/Г)

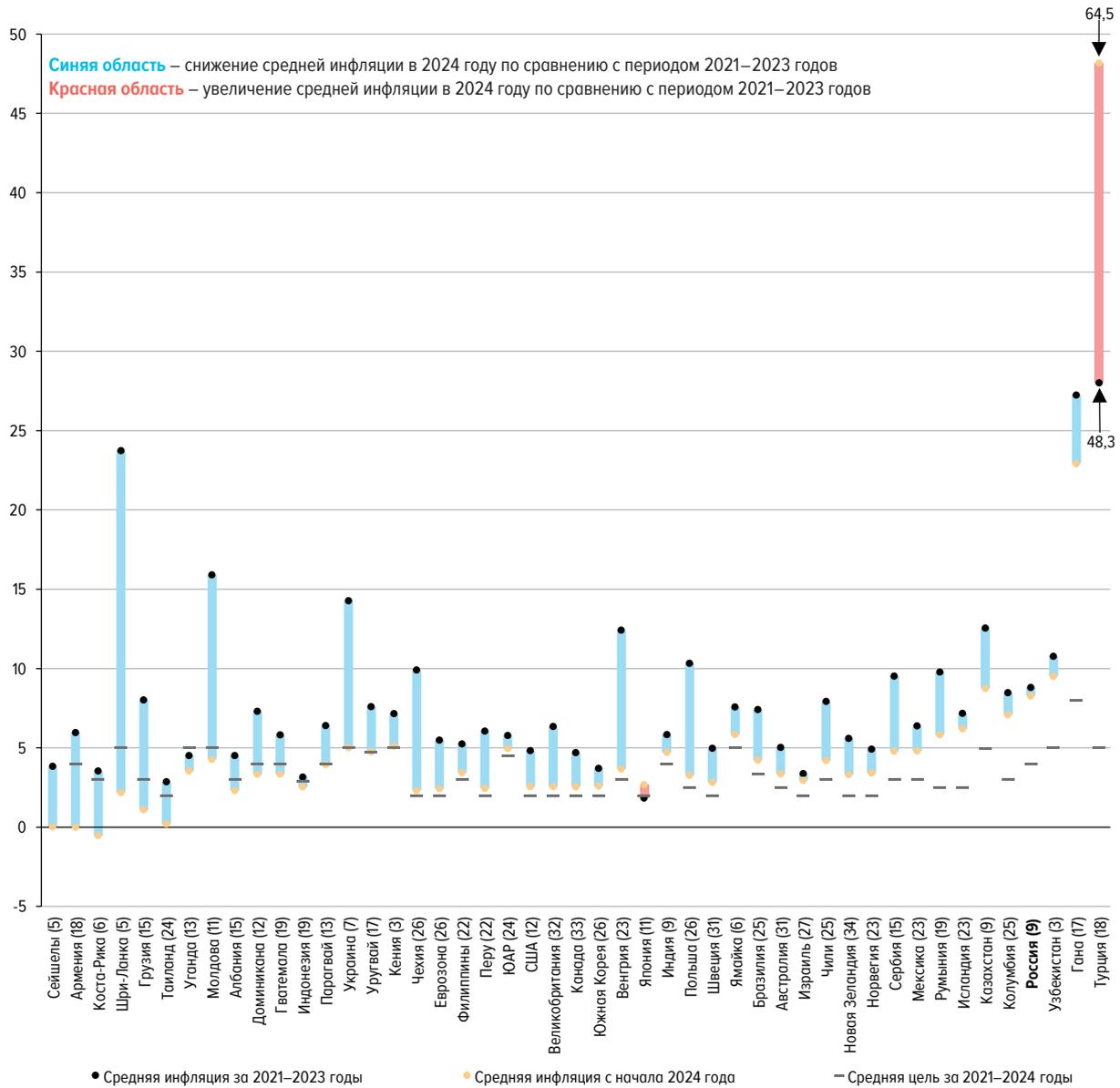
Рис. П-32



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

ЦЕЛИ (%) И СРЕДНЯЯ ИНФЛЯЦИЯ (% Г/Г) В 2021–2024 ГОДАХ

Рис. П-33



Примечание. Средние значения инфляции рассчитаны по месячным данным с января 2021 года по сентябрь 2024 года. Для каждой страны использовался таргетируемый национальным центральным банком показатель инфляции. В скобках горизонтальной оси указан период таргетирования инфляции в годах. Страны отсортированы по размеру и направлению фактического отклонения инфляции от цели по состоянию на 2024 год. Средняя за 2021–2024 годы цель учитывает точечные значения уровня цели по инфляции или середину целевого диапазона, а также пересмотры уровней целей за рассматриваемый период (в случае если такие пересмотры имели место). Источники: Сbonds, МВФ, сайты центральных банков, сайты статистических служб, расчеты Банка России.

нетрадиционной денежно-кредитной политики, в первую очередь к расширению балансов за счет программ покупки активов. Однако даже с учетом совокупности традиционных и нетрадиционных монетарных стимулов темпы роста денежной массы в ключевых развитых экономиках оставались низкими вплоть до начала пандемии COVID-19, а инфляционное давление – пониженным.

**Динамика инфляции в 2021–2024 годах и реакция центральных банков**

Продолжительный период очень низкой инфляции после МФК укреплял мнение среди центральных банков развитых стран об устойчивости снижения нейтральных уровней

процентных ставок, а также об уплощении кривой Филлипса<sup>24</sup>. Последнее в условиях низких инфляционных ожиданий, в частности, предполагало, что любое ускорение роста экономической активности не транслируется в той же мере в динамику инфляции, как это оценивалось до начала МФК. Такой взгляд на условия проведения макроэкономической политики во многом предопределил реакцию центральных банков и правительств развитых стран на кризис, вызванный началом пандемии COVID-19 в 2020 году. Денежно-кредитная и бюджетная политика в ответ на пандемию COVID-19 была смягчена как в большинстве развивающихся экономик, так и в развитых странах. Однако в развитых странах масштаб стимулирующих мер носил беспрецедентный характер, отражая ожидания существенного и продолжительного отклонения экономик вниз от потенциала, а инфляции – вниз от целей.

На практике по мере постепенного развития эпидемической ситуации в мире оказалось, что масштаб ожидавшегося на начальном этапе дезинфляционного давления был переоценен. Пандемия COVID-19 привела к возникновению дисбаланса спроса и предложения на глобальном уровне. Нарушения производственных и логистических цепочек вызвали длительные перебои на стороне предложения. При этом меры бюджетной и монетарной поддержки обусловили быстрое восстановление спроса. В сочетании с изменениями в структуре потребления (от услуг в пользу товаров) это привело к ускоренному нарастанию инфляционного давления в мире с конца 2020 года<sup>25</sup>.

Несмотря на некоторые общие тенденции, картина инфляции в мире после начала пандемии была неоднородной. Быстрее всего инфляция росла в странах Центральной и Восточной Европы, а также Латинской Америки. В то же время в странах Южной и Юго-Восточной Азии ценовое давление хотя и росло, но дольше оставалось умеренным на фоне сильного снижения экономической активности и более медленного восстановления спроса из-за противоэпидемических мер<sup>26</sup>. В крупнейших же развитых экономиках рост цен в 2022 году достиг рекордных за последние 40 лет значений.

Беспрецедентное ускорение инфляции в мире обусловило необходимость ужесточения денежно-кредитной политики во многих странах, но сроки начала этого ужесточения различались. В крупнейших СФР процесс нормализации денежно-кредитной политики начался уже в марте 2021 года (Бразилия и Россия). Ставки стали повышаться на фоне устойчивого восстановления спроса и более быстрого, чем в других странах, роста инфляции и инфляционных ожиданий. В странах Азии денежно-кредитная политика дольше оставалась стимулирующей. Восстановление экономик азиатского региона в том числе сдерживалось проводимой в Китае до конца 2022 года политикой нулевой терпимости к COVID-19.

Центральные банки развитых стран на начальных этапах повышения инфляции полагали, что избыточное инфляционное давление самостоятельно исчерпается на краткосрочном горизонте без реакции со стороны денежно-кредитной политики<sup>27</sup>, а устойчивое инфляционное давление останется низким. Однако инфляция росла и обновляла рекорды в условиях роста цен на энергоресурсы и сохранявшихся дисбалансов спроса и предложения<sup>28</sup>. По мере роста признаков устойчивого характера инфляционного давления центральные банки развитых стран начали корректировать сигналы о сроках нормализации денежно-кредитной политики, а затем

<sup>24</sup> См. выступление главного экономиста Банка Англии Эндрю Холдейна на National Science and Media Museum. Bradford, 2017.

<sup>25</sup> См. BIS Annual Economic Report 2022.

<sup>26</sup> См. Asian Development Outlook (ADO) 2021: Financing a Green and Inclusive Recovery.

<sup>27</sup> См. выступление председателя Совета управляющих ФРС США Джерома Пауэлла на симпозиуме Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy. Jackson Hole, Wyoming, 2024.

<sup>28</sup> См. International Monetary Fund, World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic – Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures. 2021.

сворачивать программы покупки активов, запущенные или расширенные во время пандемии, и переходить к циклу повышения ключевых ставок<sup>29</sup>.

Из-за значительного и продолжительного роста цен (за счет как шоков спроса, так и шоков предложения) для центральных банков в мире усложнился поиск компромисса между стабилизацией инфляции и экономической активностью: слишком быстрое повышение ключевых ставок для борьбы с инфляцией могло грозить рецессией и ростом волатильности выпуска, а слишком долгое сохранение мягкой денежно-кредитной политики привело бы к неконтролируемому росту цен, снижению доверия к денежно-кредитной политике<sup>30</sup> и, как следствие, устойчивому росту и разъякориванию инфляционных ожиданий. Принятие решений осложнялось еще и крайне высокой неопределенностью в оценках как дальнейшего развития пандемии, так и ее влияния на потенциал экономики. В этой ситуации центральные банки старались сохранять гибкий подход, тщательно оценивая все поступающие данные. Поэтому во многих странах нормализация денежно-кредитной политики на первых этапах происходила медленными темпами в попытках найти сбалансированную траекторию возвращения инфляции к цели. В то же время недооценка устойчивости инфляционных факторов (особенно в развитых странах) предопределила не только резкий сдвиг прогнозных траекторий инфляции вверх, но и удлинение сроков возвращения инфляции к целям<sup>31</sup>.

В начале 2022 года инфляционное давление продолжало усиливаться, а резкое нарастание геополитической напряженности усугубило возникшие в ходе пандемии шоки предложения. Вместе с тем с середины 2022 года проинфляционное влияние части факторов, вызвавших всплеск инфляции в мире, стало ослабляться. В частности, снижались мировые цены на большинство сырьевых и продовольственных товаров. Нормализация структуры потребительского спроса к допандемической (уменьшение доли товаров в потреблении в пользу услуг) способствовала снижению ценового давления со стороны транспортных и логистических издержек<sup>32</sup>. Кроме того, правительства ряда стран принимали бюджетные меры для ограничения роста цен на товары и услуги для домохозяйств, включая субсидии на электроэнергию<sup>33</sup>. В совокупности с реализованным ужесточением денежно-кредитной политики это привело к началу постепенного снижения годовой инфляции в большинстве стран мира с достигнутых в 2022 году многолетних максимумов.

Дезинфляционные эффекты от ужесточения денежно-кредитных условий продолжали нарастать в течение 2023–2024 годов. К середине 2024 года инфляция в большинстве стран, таргетирующих инфляцию, либо приблизилась к целевым ориентирам, либо даже опустилась ниже них. Одновременно с этим рост мировой экономики в целом оставался устойчивым к высоким процентным ставкам, свидетельствуя о реализации сценария ее «мягкой посадки». Это означало более стабильную динамику спроса и, как следствие, задавало некоторую

<sup>29</sup> В 2021 году центральные банки Исландии, Чехии, Кореи и Норвегии стали первыми среди развитых экономик, кто начал повышение ставок (в мае, июне, августе и сентябре соответственно), поскольку они не проводили программы QE в период пандемии. Использование нетрадиционных мер накладывало определенные ограничения на центральные банки прочих развитых экономик. Нормализация политики в условиях применения нетрадиционных мер начинается, как правило, со сворачивания таких мер перед повышением краткосрочных процентных ставок. В апреле 2021 года первым среди развитых экономик постепенное сворачивание QE начал Банк Канады. Первой же страной, завершившей программу QE, стала Новая Зеландия (в июле 2021 года). Страны «Группы четырех» дольше других сохраняли свои стимулирующие программы покупок активов, но в 2022–2023 годах ускорили выход из них по мере усиления рисков для инфляции (за исключением Японии).

<sup>30</sup> См., например, выступление члена Комитета по денежно-кредитной политике Банка Англии Кэтрин Манн на Market News International Connect event. 2022.

<sup>31</sup> См. рис. П-6-11 «Сроки схождения инфляции к цели на прогнозном горизонте по группам стран» в [ОНЕГДКП 2024–2026](#).

<sup>32</sup> См. World Bank. Global Economic Prospects. June 2023.

<sup>33</sup> Например, программа Energy Price Guarantee в Великобритании.

инерционность в процессе замедления инфляции. В частности, во многих странах умеренные темпы роста цен на товары сопровождаются сохранением высоких темпов роста цен на услуги. Сфера услуг имеет более значительную, чем производство товаров, долю оплаты труда в составе издержек компаний. Повышенные темпы роста номинальных и реальных заработных плат в последние годы из-за перегрева во многих странах рынка труда более интенсивно транслировались бизнесом в конечные цены на услуги.

Постепенное возвращение инфляции к целям, несмотря на неоднородность по компонентам, создавало условия для начала цикла смягчения денежно-кредитной политики в мире. Если центральные банки ряда развивающихся экономик (особенно в странах Латинской Америки) смогли начать процесс нормализации политики уже с середины 2023 года, то центральные банки крупнейших развитых стран приступили к плавному снижению ставок только летом – осенью 2024 года. При этом, учитывая по-прежнему высокие проинфляционные риски, центральные банки в мире продолжают проявлять осторожность в процессе нормализации политики, чтобы не допустить новых скачков инфляции и стабилизировать инфляционные ожидания. Так, в июне – августе 2024 года ЕЦБ и Банк Англии, сделавшие первые шаги по снижению ключевых ставок среди развитых экономик, по-прежнему отмечали необходимость поддерживать жесткие денежно-кредитные условия для устойчивого возвращения инфляции к целям<sup>34</sup>.

На текущем этапе важным аспектом, объясняющим особую осторожность в процессе нормализации денежно-кредитной политики, является и переоценка уровней нейтральных ставок в мире. За последние годы среди центральных банков укрепилось мнение о том, что шоки, произошедшие в 2020–2024 годах, вероятно, привели к устойчивому росту уровня мировой нейтральной ставки. В развитых экономиках, в большей степени влияющих на мировую нейтральную ставку, вклад в ее рост вносят сразу несколько факторов<sup>35</sup>. С одной стороны, это значительный рост частных и государственных инвестиционных расходов в связи с энергопереходом, цифровой трансформацией, перестройкой производственных и логистических цепочек из-за геополитической напряженности в мире. С другой стороны, это и более высокие бюджетные дефициты правительств развитых экономик, в том числе вызванные государственными инвестиционными расходами. С учетом этого процентные ставки в долгосрочной перспективе, вероятно, не вернуться к тем уровням, которые наблюдались после МФК.

### ВРЕЗКА 13. НЕТРАДИЦИОННЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Основным инструментом, используемым центральными банками для достижения цели по инфляции, является ключевая ставка, задающая уровень, вблизи которого центральный банк поддерживает краткосрочные ставки денежного рынка. Ключевая ставка позволяет центральному банку влиять на денежно-кредитные условия в очень широких пределах. Однако возможности смягчения денежно-кредитных условий посредством снижения ставки ограничены наличием эффективной нижней границы (Effective Lower Bound, ELB). ELB – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (например, ставки по депозитам перестают снижаться вслед за ключевой ставкой). Уровень ELB варьируется в зависимости от экономических условий, а его частным случаем является нулевая граница (Zero Lower Bound, ZLB).

В случае когда ключевая ставка находится вблизи ZLB, а в экономике сохраняются выраженные дезинфляционные или даже дефляционные риски либо инфляция устойчиво отклоняется вниз

<sup>34</sup> См., например, пресс-релиз ЕЦБ от 6 июня 2024 года.

<sup>35</sup> См., например, выступление члена Исполнительного совета ЕЦБ Isabel Schnabel "R(ising) star?". Франкфурт, ЕЦБ, 20 марта 2024 года.

от целевого уровня, центральные банки могут использовать нетрадиционные инструменты для дополнительного смягчения денежно-кредитных условий. К этим инструментам относят следующие:

- **Покупка активов** (в рамках программ количественного смягчения (Quantitative Easing, QE) или контроля кривой доходностей (Yield Curve Control, YCC) – покупка центральным банком финансовых активов (например, государственных облигаций) на открытом рынке в заранее установленных (в случае QE) или неограниченных (в случае YCC) объемах. Этот механизм позволяет снижать средне- и долгосрочные процентные ставки.
- **Forward Guidance (FG)** – сигнал центрального банка о намерениях придерживаться определенной направленности денежно-кредитной политики. Посредством этого инструмента центральный банк стремится влиять на ожидания и решения экономических агентов, в том числе для того, чтобы снизить неопределенность на рынке, которая может выражаться в повышенных уровне и волатильности процентных ставок. В условиях нетрадиционной денежно-кредитной политики FG имеет усиленную форму, когда центральный банк на достаточно длительном временном горизонте обозначает условия или сроки возможного начала повышения ключевой ставки или изменения параметров программ покупок активов.

В мире нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики в подавляющем большинстве использовались центральными банками развитых стран (США, Великобритания, еврозона и другие), которые массово столкнулись с проблемой ELB при рисках устойчивого отклонения инфляции вниз от целей после МФК, а также после начала пандемии COVID-19 весной 2020 года. Покупка активов в рамках количественного смягчения – наиболее часто используемое средство в условиях исчерпания пространства для традиционной денежно-кредитной политики, позволяющее поддержать совокупный спрос и снизить риски дефляции<sup>1</sup>. Однако использование подобных инструментов также сопровождается определенными рисками для экономики и финансовой системы<sup>2</sup>. Так, применение нетрадиционных мер может значительно исказить рыночное ценообразование финансовых инструментов (особенно государственного долга) и избыточно повышать чувствительность финансового рынка (включая валютный) к действиям центрального банка. Продолжительный период применения нетрадиционных мер может также негативно влиять на бюджетную дисциплину правительства. Кроме того, поддержание чрезмерно мягких денежно-кредитных условий длительное время приводит к росту рисков для устойчивости балансов банков, которые приобретают финансовые активы и выдают кредиты (особенно долгосрочные) во время проведения мягкой денежно-кредитной политики. Привыкание частного сектора к таким условиям или формирование ожиданий о сохранении нетрадиционной политики длительное время в первую очередь увеличивают процентные риски для банков. Это повышает непредсказуемость последствий сворачивания программ покупок активов для финансовых рынков и экономики в целом в случае необходимости нормализации денежно-кредитной политики. Особенно если такая нормализация должна происходить быстро.

За последние годы в мире было сразу несколько случаев реализации ряда упомянутых выше рисков. Например, резкий выход Резервного банка Австралии (РБА) из программы YCC в конце 2021 года привел к повышенной волатильности на финансовом рынке и, по признанию самого РБА, репутационному ущербу для него<sup>3</sup>. Опыт же ФРС США или Банка Англии в 2022–2023 годах продемонстрировал, что стремительное ухудшение балансов банков может значительно ограничить возможности ужесточения денежно-кредитной политики и, как следствие, обеспечения ценовой стабильности<sup>4</sup>. При этом текущий размер нереализованных потерь на балансах банков США от переоценки стоимости государственных и ипотечных облигаций в результате роста процентных ставок остается значительным по историческим меркам<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> См. Andrew Bailey, Jonathan Bridges, Richard Harrison, Josh Jones and Aakash Mankodi. The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future. Bank of England Staff Working Paper. 2020.

<sup>2</sup> См., например, The Effects and Side Effects of Unconventional Monetary Policy (summary of the First Workshop on the Review of Monetary Policy from a Broad Perspective). Bank of Japan Reports & Research Papers, 2024.

<sup>3</sup> Review of the Yield Target. Reserve Bank of Australia.

<sup>4</sup> См., например, Markus K. Brunnermeier. Rethinking Monetary Policy in a Changing World. Finance & Development. March 2023.

<sup>5</sup> См. данные Федеральной корпорации по страхованию вкладов США (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), FDIC Quarterly, vol. 18, No 2.

Весной 2024 года последним центральным банком в мире, начавшим сворачивание нетрадиционных мер, стал Банк Японии. С одной стороны, отложенное (в сравнении с другими развитыми экономиками) начало нормализации денежно-кредитной политики в Японии объясняется опытом хронически низкой инфляции в эпоху «потерянных десятилетий». Хотя инфляция в Японии в последние несколько лет находится выше цели 2%, Банк Японии только к марту 2024 года<sup>6</sup> пришел к выводу, что видит убедительные основания для устойчивой стабилизации инфляции на цели на среднесрочном горизонте, завершив программу YCC и начав повышение краткосрочной процентной ставки. С другой стороны, накопленные за много десятилетий «искажения»<sup>7</sup> в финансовой системе Японии ограничивают Банк Японии в том, как быстро он может осуществлять сворачивание нетрадиционных мер. Отложенная нормализация политики, вероятно, стала одним из значимых факторов ослабления иены в 2022–2024 годах и вынудила Министерство финансов Японии впервые за несколько десятилетий осуществить валютные интервенции для сглаживания курсовой волатильности.

<sup>6</sup> См. заявление Банка Японии от 19 марта 2024 года (Changes in the Monetary Policy Framework).

<sup>7</sup> Банк Японии, например, является держателем около 50% всего суверенного долга страны.

ИНФОРМАЦИЯ ПО СТРАНАМ, ТАРГЕТИРУЮЩИМ ИНФЛЯЦИЮ  
(ПО СОСТОЯНИЮ НА СЕНТЯБРЬ 2024 Г.)

Табл. П-3

№	Страна	Год перехода к таргетированию инфляции	Тип цели	Уровень цели, % <sup>1</sup>	Ширина целевого диапазона	Средняя годовая инфляция с момента перехода к таргетированию инфляции, % <sup>2</sup>	Среднеквадратическое отклонение инфляции от цели, % <sup>3</sup>
<b>Развитые страны</b>							
<b>Европа</b>							
1	Евросоюз	–	Точка	2%		2,09	1,81
2	Великобритания	1992	Точка	2%		2,43	1,97
3	Исландия	2001	Точка	2,5%		4,97	4,15
4	Норвегия	2001	Точка	2%		2,41	1,63
5	Чехия	1997	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,47	3,65
6	Швеция	1993	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		1,89	1,57
<b>Азия</b>							
7	Южная Корея	1998	Точка	2%		2,57	1,41
8	Япония	2013	Точка	2%		1,12	1,62
<b>Австралия и Океания</b>							
9	Австралия	1993	Целевой диапазон	2–3%	1 п.п.	2,68	1,54
10	Новая Зеландия	1990	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,43	1,89
<b>Северная Америка</b>							
11	США	–	Точка	2%		2,23	1,75
12	Канада	1991	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		2,14	1,40
<b>Ближний Восток</b>							
13	Израиль	1997	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	2,13	2,13
<b>Страны с развивающимися рынками</b>							
<b>Европа</b>							
14	Албания	2009	Точка	3%		2,56	1,62
15	Венгрия	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,95	4,80
16	Молдова	2013	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 1,5 п.п.		8,10	8,34
17	Польша	1998	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		3,73	3,67
18	Россия	2015	Точка	4%		7,14	5,43
19	Румыния	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		4,84	4,12
20	Сербия	2009	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1,5 п.п.		5,45	4,59
21	Турция	2006	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 2 п.п.		18,09	23,69
22	Украина	2017	Точка с диапазоном отклонений	5% ± 1 п.п.		10,67	8,02

№	Страна	Год перехода к таргетированию инфляции	Тип цели	Уровень цели, % <sup>1</sup>	Ширина целевого диапазона	Средняя годовая инфляция с момента перехода к таргетированию инфляции, % <sup>2</sup>	Среднеквадратическое отклонение инфляции от цели, % <sup>3</sup>
<b>Латинская Америка и страны Карибского бассейна</b>							
23	Бразилия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3,0% ± 1,5 п.п.		6,31	3,45
24	Гватемала	2005	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		5,03	2,50
25	Доминиканская Республика	2012	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 1 п.п.		3,99	2,50
26	Колумбия	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		5,45	2,91
27	Коста-Рика	2018	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		2,26	3,26
28	Мексика	2001	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		4,57	1,89
29	Парагвай	2011	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 2 п.п.		4,34	2,32
30	Перу	2002	Точка с диапазоном отклонений	2% ± 1 п.п.		3,08	2,22
31	Уругвай	2007	Целевой диапазон	3–6%	3 п.п.	7,86	3,22
32	Чили	1999	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,73	2,78
33	Ямайка	2018	Целевой диапазон	4–6%	2 п.п.	5,92	2,48
<b>Азия</b>							
34	Индия	2015	Точка с диапазоном отклонений	4% ± 2 п.п.		4,98	1,72
35	Индонезия	2005	Точка с диапазоном отклонений	2,5% ± 1 п.п.		5,35	2,84
36	Таиланд	2000	Целевой диапазон	1–3%	2 п.п.	1,97	2,29
37	Филиппины	2002	Точка с диапазоном отклонений	3% ± 1 п.п.		3,88	2,02
38	Шри-Ланка	2019	Целевой диапазон	4–6%	2 п.п.	14,21	21,33
<b>Ближний Восток и Центральная Азия</b>							
39	Армения	2006	Точка с диапазоном отклонений	4,0% ± 1,5 п.п.		3,92	3,45
40	Грузия	2009	Точка	3%		4,38	4,92
41	Казахстан	2015	Точка	5%		9,60	5,99
42	Узбекистан	2021	Точка	5%		10,51	5,66
<b>Африка</b>							
43	Гана	2007	Точка с диапазоном отклонений	8% ± 2 п.п.		15,51	14,47
44	Уганда	2011	Точка	5%		5,33	4,42
45	ЮАР	2000	Целевой диапазон	3–6%	3 п.п.	5,51	2,43
46	Сейшельские Острова <sup>4</sup>	2019	–	–		2,52	–
47	Кения	2021	Точка с диапазоном отклонений	5,0% ± 2,5 п.п.		6,74	2,30

<sup>1</sup> Цель по инфляции, как правило, устанавливается для показателя общего ИПЦ в годовом выражении. В редких исключениях центральные банки используют альтернативные показатели, но также измеряемые в годовом выражении. В Уганде это базовый ИПЦ (Core CPI), в Швеции – ИПЦ с фиксированными процентными ставками (CRIF), в США – общий индекс расходов на личное потребление (Headline PCE).

<sup>2</sup> Средняя годовая инфляция рассчитана по месяцам. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).

<sup>3</sup> Показывает, на сколько п.п. годовая инфляция в стране в среднем отклонялась от цели за период таргетирования инфляции. Для стран, менявших цель с момента перехода к таргетированию инфляции, учитываются цели, действовавшие в соответствующие периоды времени. За цель принимается объявленное центральным банком точечное значение или середина диапазона с точкой. Если цель по инфляции задана только в виде диапазона, в качестве цели используется рассчитанная середина установленного диапазона. Для США и еврозоны расчеты проведены с даты публичного оглашения уровня цели по инфляции (с 2012 и 1998 годов соответственно).

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

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

## КАЛЕНДАРИ И ТАБЛИЦЫ

### Календарь решений по ключевой ставке в 2025 году

 14 февраля 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
26 февраля 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
21 марта 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
2 апреля 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
 25 апреля 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
12 мая 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
6 июня 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
20 июня 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
 25 июля 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
6 августа 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
12 сентября 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
24 сентября 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки
 24 октября 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Среднесрочный прогноз Пресс-конференция Председателя Банка России
1 ноября 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки Комментарий к среднесрочному прогнозу
19 декабря 2025 года	<b>Заседание Совета директоров Банка России по ключевой ставке</b> Пресс-релиз по ключевой ставке Пресс-конференция Председателя Банка России
29 декабря 2025 года	Резюме обсуждения ключевой ставки

## График аукционов Банка России в 2025 году

### Аукционы репо и депозитные аукционы на срок 1 неделя

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

#### Депозитные аукционы на срок 1 неделя

Дата проведения аукциона	Дата размещения средств кредитными организациями	Дата возврата средств и уплаты процентов Банком России
09.01.2025	09.01.2025	15.01.2025
14.01.2025	15.01.2025	22.01.2025
21.01.2025	22.01.2025	29.01.2025
28.01.2025	29.01.2025	05.02.2025
04.02.2025	05.02.2025	12.02.2025
11.02.2025	12.02.2025	19.02.2025
18.02.2025	19.02.2025	26.02.2025
25.02.2025	26.02.2025	05.03.2025
04.03.2025	05.03.2025	12.03.2025
11.03.2025	12.03.2025	19.03.2025
18.03.2025	19.03.2025	26.03.2025
25.03.2025	26.03.2025	02.04.2025
01.04.2025	02.04.2025	09.04.2025
08.04.2025	09.04.2025	16.04.2025
15.04.2025	16.04.2025	23.04.2025
22.04.2025	23.04.2025	30.04.2025
29.04.2025	30.04.2025	07.05.2025
06.05.2025	07.05.2025	14.05.2025
13.05.2025	14.05.2025	21.05.2025
20.05.2025	21.05.2025	28.05.2025
27.05.2025	28.05.2025	04.06.2025
03.06.2025	04.06.2025	11.06.2025
10.06.2025	11.06.2025	18.06.2025
17.06.2025	18.06.2025	25.06.2025
24.06.2025	25.06.2025	02.07.2025
01.07.2025	02.07.2025	09.07.2025
08.07.2025	09.07.2025	16.07.2025
15.07.2025	16.07.2025	23.07.2025
22.07.2025	23.07.2025	30.07.2025
29.07.2025	30.07.2025	06.08.2025
05.08.2025	06.08.2025	13.08.2025
12.08.2025	13.08.2025	20.08.2025
19.08.2025	20.08.2025	27.08.2025
26.08.2025	27.08.2025	03.09.2025
02.09.2025	03.09.2025	10.09.2025
09.09.2025	10.09.2025	17.09.2025
16.09.2025	17.09.2025	24.09.2025

Дата проведения аукциона	Дата размещения средств кредитными организациями	Дата возврата средств и уплаты процентов Банком России
23.09.2025	24.09.2025	01.10.2025
30.09.2025	01.10.2025	08.10.2025
07.10.2025	08.10.2025	15.10.2025
14.10.2025	15.10.2025	22.10.2025
21.10.2025	22.10.2025	29.10.2025
28.10.2025	29.10.2025	05.11.2025
05.11.2025	05.11.2025	12.11.2025
11.11.2025	12.11.2025	19.11.2025
18.11.2025	19.11.2025	26.11.2025
25.11.2025	26.11.2025	03.12.2025
02.12.2025	03.12.2025	10.12.2025
09.12.2025	10.12.2025	17.12.2025
16.12.2025	17.12.2025	24.12.2025
23.12.2025	24.12.2025	30.12.2025

## График периодов усреднения обязательных резервов в 2025 году

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
15.01.2025 – 11.02.2025	28	Декабрь 2024 года	24.01.2025 – 28.01.2025
12.02.2025 – 11.03.2025	28	Январь 2025 года	18.02.2025 – 20.02.2025
12.03.2025 – 08.04.2025	28	Февраль 2025 года	18.03.2025 – 20.03.2025 (с перерасчетом)
09.04.2025 – 06.05.2025	28	Март 2025 года	16.04.2025 – 18.04.2025
07.05.2025 – 03.06.2025	28	Апрель 2025 года	22.05.2025 – 26.05.2025
04.06.2025 – 08.07.2025	35	Май 2025 года	19.06.2025 – 23.06.2025
09.07.2025 – 12.08.2025	35	Июнь 2025 года	16.07.2025 – 18.07.2025
13.08.2025 – 09.09.2025	28	Июль 2025 года	18.08.2025 – 20.08.2025
10.09.2025 – 07.10.2025	28	Август 2025 года	16.09.2025 – 18.09.2025
08.10.2025 – 11.11.2025	35	Сентябрь 2025 года	16.10.2025 – 20.10.2025
12.11.2025 – 09.12.2025	28	Октябрь 2025 года	19.11.2025 – 21.11.2025
10.12.2025 – 13.01.2026	35	Ноябрь 2025 года	16.12.2025 – 18.12.2025

### Период регулирования размера обязательных резервов с перерасчетом в 2025 году

Период регулирования размера обязательных резервов, в течение которого в 2025 году производится ежегодный перерасчет по обязательным резервам, депонированным на счете по учету обязательных резервов, – с 18 по 20 марта 2025 года.

## Статистические таблицы

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2004–2023 ГОДАХ  
(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 1

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Внутренние условия</b>											
<b>Инфляция, на конец года</b>											
ИПЦ, все товары и услуги	11,4	7,3	12,9	5,4	2,5	4,3	3,0	4,9	8,4	11,9	7,4
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	10,4	6,8	13,3	6,1	2,1	4,0	3,2	4,6	8,6	13,5	6,9
– продовольственные товары	12,5	7,5	14,0	4,6	1,1	4,7	2,6	6,7	10,6	10,3	8,2
из них: плодоовощная продукция	11,4	5,5	17,4	-6,8	1,2	4,9	-2,1	17,4	14,0	-2,0	24,2
продовольственные товары без плодоовощной продукции	12,6	7,6	13,6	6,0	1,0	4,6	3,1	5,4	10,2	12,0	6,1
– непродовольственные товары	6,9	6,2	13,7	6,5	2,8	4,1	3,0	4,8	8,6	12,7	6,0
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	6,5	6,0	14,5	6,8	2,3	3,3	3,1	5,1	8,5	14,5	5,7
– услуги	16,3	8,7	10,2	4,9	4,4	3,9	3,8	2,7	5,0	13,2	8,3
из них: услуги без ЖКУ	13,7	6,8	10,2	4,7	4,2	4,1	3,4	2,2	5,6	14,7	10,4
Базовая инфляция	10,2	6,6	13,7	6,0	2,1	3,7	3,1	4,2	8,9	14,3	6,8
<b>ВВП</b>											
ВВП	7,1	1,3	-2,0	0,2	1,8	2,8	2,2	-2,7	5,9	-1,2	3,6
Расходы на конечное потребление	9,5	3,0	-8,0	-1,5	3,4	3,5	3,4	-3,9	7,9	-0,1	6,6
– домашние хозяйства	12,4	4,0	-9,5	-2,6	3,7	4,3	3,8	-5,9	9,9	-1,1	6,5
– государственное управление	2,4	0,3	-3,6	1,4	2,5	1,3	2,4	1,9	2,9	3,0	7,0
Валовое накопление	15,1	1,1	-11,7	-0,6	6,4	-1,6	2,3	-4,3	14,4	1,7	15,8
– основной капитал	14,5	1,8	-10,6	1,3	4,7	0,6	1,0	-4,0	9,3	6,7	8,8
Экспорт	6,5	1,7	3,7	3,2	5,0	5,6	0,7	-4,2	3,2	–	–
Импорт	20,6	5,5	-25,0	-3,7	17,3	2,7	3,1	-11,9	19,1	–	–
<b>Потребительская активность</b>											
Оборот розничной торговли	14,0	3,7	-10,0	-4,8	1,3	2,8	1,9	-3,2	7,8	-6,5	8,0
– продовольственные товары	11,4	2,6	-9,0	-5,2	1,1	2,1	1,8	-1,6	2,7	-1,7	4,4
– непродовольственные товары	16,3	4,8	-10,9	-4,5	1,5	3,5	2,0	-4,6	12,7	-10,6	11,5
Оборот общественного питания	13,2	1,5	-5,0	-2,9	3,2	14,9	4,9	-22,4	26,8	7,6	13,9
Объем платных услуг	7,1	1,2	-2,0	-0,3	0,2	3,2	1,7	-14,6	17,2	5,0	6,9
<b>Рынок труда</b>											
Уровень безработицы, %, в среднем за год	6,8	6,6	5,6	5,5	5,2	4,8	4,6	5,8	4,8	4,0	3,2
Реальная заработная плата, %, г/г, в среднем за год	13,0	3,5	-9,0	0,7	2,9	8,5	4,8	3,8	4,5	0,3	8,2
Номинальная заработная плата, %, г/г, в среднем за год	25,7	11,5	5,1	7,9	6,7	11,6	9,5	7,3	11,5	14,1	14,6
<b>Денежно-кредитные показатели, на конец года</b>											
Денежная масса в национальном определении (M2)	33,5	19,5	11,3	9,2	10,5	11,0	9,7	13,5	13,0	24,4	19,4
Широкая денежная масса (M2X)*	33,1	17,7	11,8	4,0	8,6	7,9	7,6	12,6	11,1	14,0	15,4
Требования к экономике*	43,3	15,6	3,1	3,4	9,1	8,7	10,1	10,9	13,9	12,0	22,7
в том числе к населению*	72,8	21,0	-6,4	1,4	12,1	21,8	19,0	12,9	22,0	9,4	23,0
к организациям*	38,4	14,0	6,4	4,0	8,3	4,8	7,1	10,2	10,7	13,2	22,6

\* При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

Источники: Росстат, Банк России.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2022–2024 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ  
(ТЕМП ПРИРОСТА, % Г/Г)

Табл. 2

Показатели	2022				2023				2024							
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	
<b>Внутренние условия</b>																
<b>Инфляция</b>																
ИПЦ, все товары и услуги	16,7	15,9	13,7	11,9	3,5	3,3	6,0	7,4	7,7	8,6	8,6	8,6	9,1	9,1	8,6	
из них: без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и ЖКУ	17,7	18,2	16,2	13,5	3,7	2,6	4,5	6,9	7,8	8,6	8,1	8,6	8,5	8,3	8,1	
– продовольственные товары	18,0	18,0	14,2	10,3	2,6	0,2	4,9	8,2	8,1	9,8	9,2	9,8	9,7	9,7	9,2	
из них: плодоовощная продукция	34,8	11,6	-3,9	-2,0	-9,4	-1,9	25,9	24,2	13,0	19,1	14,0	19,1	16,8	19,3	14,0	
продовольственные товары без плодоовощной продукции	15,7	19,0	16,5	12,0	4,4	0,4	2,7	6,1	7,4	8,5	8,5	8,5	8,7	8,4	8,5	
– непродовольственные товары	20,3	17,9	14,9	12,7	0,1	1,0	4,6	6,0	6,7	7,0	5,6	7,0	6,7	6,1	5,6	
из них: непродовольственные товары без нефтепродуктов	22,4	19,9	16,8	14,5	0,1	0,6	3,6	5,7	6,5	6,9	5,6	6,9	6,4	6,0	5,6	
– услуги	9,9	10,2	11,0	13,2	9,7	11,0	9,7	8,3	8,3	8,8	11,6	8,8	11,4	11,7	11,6	
из них: услуги без ЖКУ	12,9	13,4	14,5	14,7	9,2	10,9	10,0	10,4	10,7	11,2	11,7	11,2	11,4	11,8	11,7	
Базовая инфляция	18,7	19,2	17,1	14,3	3,7	2,4	4,6	6,8	7,8	8,7	8,3	8,7	8,6	8,4	8,3	
<b>ВВП</b>																
ВВП	3,7	-3,5	-2,8	-1,8	-1,6	5,1	5,7	4,9	5,4	4,1	–	–	–	–	–	
Расходы на конечное потребление	4,9	-2,0	-2,2	-0,7	1,5	9,1	9,0	6,9	4,6	4,4	–	–	–	–	–	
– домашние хозяйства	6,2	-3,9	-4,1	-2,2	-0,7	10,0	9,7	7,3	6,7	6,1	–	–	–	–	–	
– государственное управление	1,4	3,2	3,4	4,0	7,8	7,2	7,1	5,9	-0,3	-0,1	–	–	–	–	–	
Валовое накопление	0,1	-15,9	15,2	4,1	19,1	23,2	5,9	18,6	9,7	4,5	–	–	–	–	–	
– основной капитал	12,5	6,0	8,2	3,8	6,8	12,9	7,7	8,1	12,9	7,2	–	–	–	–	–	
Экспорт	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
Импорт	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	
<b>Потребительская активность</b>																
Оборот розничной торговли	4,8	-9,6	-9,8	-9,6	-5,5	11,2	14	11,7	10,4	7,5	–	6,4	6,2	5,1	–	
– продовольственные товары	3,3	-2,2	-3,1	-3,9	-2,3	6,0	7,2	6,2	7,5	6,0	–	5,5	6,2	5,7	–	
– непродовольственные товары	6,1	-15,9	-15,3	-14,5	-8,1	16,5	20,7	17,2	13,2	8,9	–	7,3	6,3	4,7	–	
Оборот общественного питания	12,7	2,1	5,3	10,6	13,9	19,9	12,4	10,5	5,3	9,3	–	10,8	10,8	13,0	–	
Объем платных услуг	11,5	3,3	3,9	3,0	5,2	7,6	7,9	6,7	3,6	4,2	–	3,4	3,6	2,0	–	
<b>Рынок труда</b>																
Уровень безработицы (с.к.)	4,1	4,0	3,9	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6	–	2,5	2,5	2,5	–	
Реальная заработная плата	3,1	-5,4	-1,9	0,5	1,9	11,4	8,7	8,5	11,0	7,8	–	6,2	8,1	–	–	
Номинальная заработная плата	15,0	10,6	12,2	12,7	10,7	14,4	14,3	16,3	19,5	16,7	–	15,3	18,0	–	–	
<b>Денежно-кредитные показатели</b>																
Денежная масса в национальном определении (M2)	17,1	16,8	23,9	24,4	24,4	25,4	20,6	19,4	17,4	18,7	–	18,7	18,2	17,9	–	
Широкая денежная масса (M2X) *	11,0	12,5	14,3	14,0	15,9	16,6	15,1	15,4	14,2	15,9	–	15,9	15,6	14,5	–	
Требования к экономике*	15,7	11,5	10,7	12,0	10,9	17,1	21,5	22,7	23,2	22,8	–	22,8	21,5	20,6	–	
в том числе к населению*	20,2	12,2	10,2	9,4	10,0	17,2	22,3	23,0	23,0	23,3	–	23,3	22,1	19,7	–	
к организациям*	14,0	11,1	10,9	13,2	11,3	17,1	21,2	22,6	23,3	22,6	–	22,6	21,3	20,9	–	

\* При расчете приростов показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

Источники: Росстат, Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2004–2023 ГОДАХ  
(МЛРД ДОЛЛ. США, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 3

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Счет текущих операций (СТО)</b>	<b>82,3</b>	<b>64,0</b>	<b>57,5</b>	<b>67,8</b>	<b>24,5</b>	<b>32,2</b>	<b>115,7</b>	<b>65,7</b>	<b>35,4</b>	<b>125,0</b>	<b>237,7</b>	<b>50,1</b>
Торговый баланс	127,0	165,9	188,9	148,4	90,2	114,6	195,1	165,8	93,4	193,1	315,6	121,6
Экспорт	305,6	450,9	496,8	341,4	281,7	352,9	443,9	419,7	333,5	494,2	592,1	424,5
Импорт	178,6	285,0	307,9	193,0	191,5	238,4	248,9	253,9	240,1	301,0	276,5	302,9
Баланс услуг	-14,1	-36,4	-55,3	-37,2	-24,0	-31,3	-30,1	-36,5	-16,8	-20,3	-22,1	-35,3
Экспорт	37,7	57,1	65,7	51,6	50,6	57,5	64,6	62,0	48,0	55,6	48,8	41,2
Импорт	51,8	93,5	121,0	88,8	74,6	88,9	94,7	98,5	64,7	75,9	70,9	76,4
Баланс первичных и вторичных доходов	-30,6	-65,5	-76,1	-43,5	-41,8	-51,1	-49,3	-63,7	-41,3	-47,8	-55,8	-36,2
<b>Счет операций с капиталом</b>	<b>-4,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-42,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,4</b>
<b>Сальдо СТО и счета операций с капиталом</b>	<b>77,5</b>	<b>60,4</b>	<b>15,5</b>	<b>67,5</b>	<b>23,7</b>	<b>32,0</b>	<b>114,6</b>	<b>65,4</b>	<b>35,3</b>	<b>125,1</b>	<b>233,2</b>	<b>48,7</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервы</b>	<b>10,3</b>	<b>39,5</b>	<b>131,0</b>	<b>68,6</b>	<b>10,1</b>	<b>11,9</b>	<b>78,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>52,8</b>	<b>60,5</b>	<b>234,3</b>	<b>51,6</b>
Чистое принятие обязательств	96,0	67,2	-49,7	-72,2	-5,4	2,9	-36,5	28,7	-39,5	43,9	-123,9	-7,5
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервы	106,3	106,7	81,3	-3,5	4,7	14,9	42,0	25,7	13,3	104,4	110,4	44,0
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>-2,4</b>	<b>-8,7</b>	<b>7,9</b>	<b>2,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-6,1</b>	<b>-7,2</b>
<b>Изменение резервов</b>	<b>64,8</b>	<b>12,1</b>	<b>-107,5</b>	<b>1,7</b>	<b>8,2</b>	<b>22,6</b>	<b>38,2</b>	<b>66,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>63,5</b>	<b>-7,3</b>	<b>-10,0</b>
Экспорт товаров и услуг, %, г/г	29,0	5,5	-5,0	-30,1	-15,4	23,5	23,9	-5,3	-20,8	44,1	16,6	-27,3
Импорт товаров и услуг, %, г/г	29,5	7,8	-8,7	-34,3	-5,6	23,0	5,0	2,6	-13,5	23,6	-7,8	9,2
<b>Справочно:</b>												
Цена на нефть марки Brent, долл. США за барр., в среднем за год	66	95	99	52	44	54	71	64	42	71	99	82
Номинальный курс, руб./долл., в среднем за год	26,9	30,8	38,0	60,7	66,9	58,3	62,5	64,7	71,9	73,6	67,5	84,7

Источники: Банк России, Всемирный банк, Argus.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2004–2023 ГОДАХ

Табл. 4

Показатели	В среднем 2004–2008	В среднем 2009–2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>ВВП, %, г/г, среднее за период</b>												
США	2,5	1,2	2,5	2,9	1,8	2,5	3,0	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5
Еврозона	2,1	-0,4	1,4	2,0	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,1	5,9	3,4	0,6
Китай	11,6	9,1	7,4	7,0	6,9	6,9	6,8	6,0	2,2	8,5	3,0	5,2
<b>Инфляция, %, г/г, на конец года</b>												
США (Core PCE)	2,2	1,5	1,4	1,2	1,8	1,6	2,0	1,5	1,6	5,2	4,9	2,9
Еврозона (Core HICP)	1,7	1,3	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9	1,3	0,2	2,7	5,2	3,4
Китай (Core CPI)	–	1,1	0,8	1,5	2,0	2,1	1,7	1,4	0,4	1,0	0,5	0,6
<b>Дефицит бюджета, % ВВП, среднее за период</b>												
США	3,8	9,3	-2,9	-2,5	-2,9	-3,5	-3,9	-4,5	-12,3	-13,4	-5,6	-7,0
Еврозона	2,0	4,7	-2,8	-2,3	-1,7	-1,2	-0,5	-0,6	-4,5	-6,7	-3,6	-3,8
Китай	0,8	0,7	-3,0	-3,6	-3,7	-3,0	-3,6	-4,8	-5,6	-4,3	-4,8	-4,4
<b>Ключевая ставка, % годовых, среднее за период</b>												
США (верхняя граница)	3,30	0,25	0,25	0,26	0,51	1,10	1,91	2,28	0,54	0,25	1,87	5,20
Еврозона (депозитная)	1,90	0,26	-0,09	-0,21	-0,38	-0,40	-0,40	-0,43	-0,50	-0,50	0,12	3,34
Китай	–	–	5,73	4,91	4,30	4,30	4,31	4,27	3,92	3,85	3,69	3,56

Источники: национальные статистические ведомства, ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing.com, расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА В 2021–2024 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ  
(МЛРД ДОЛЛ. США, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 5

Показатели	2021				2022				2023				2024		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.*
<b>Счет текущих операций (СТО)</b>	<b>24,1</b>	<b>17,6</b>	<b>35,7</b>	<b>47,5</b>	<b>71,0</b>	<b>77,2</b>	<b>48,1</b>	<b>41,5</b>	<b>15,6</b>	<b>7,7</b>	<b>15,5</b>	<b>11,3</b>	<b>24,1</b>	<b>17,4</b>	<b>9,1</b>
Торговый баланс	30,4	39,2	54,5	69,1	84,8	95,1	72,8	62,8	30,5	26,3	33,4	31,4	34,9	35,8	32,0
Экспорт	93,3	114,6	132,1	154,1	154,6	151,8	141,7	144,0	105,1	103,4	109,1	106,9	101,4	105,7	108,0
Импорт	62,9	75,5	77,6	85,1	69,8	56,7	68,8	81,2	74,6	77,1	75,7	75,5	66,5	69,9	76,0
Баланс услуг	-3,0	-4,1	-6,9	-6,3	-3,5	-3,5	-6,8	-8,3	-7,6	-8,9	-10,3	-8,4	-7,3	-9,4	-13,4
Экспорт	11,5	13,0	14,1	17,0	13,9	11,1	11,4	12,4	9,9	10,4	9,7	11,3	10,2	9,9	10,3
Импорт	14,5	17,1	21,0	23,3	17,4	14,6	18,2	20,7	17,5	19,3	20,0	19,7	17,5	19,3	23,6
Баланс первичных и вторичных доходов	-3,3	-17,5	-11,9	-15,2	-10,3	-14,4	-18,0	-13,0	-7,3	-9,6	-7,6	-11,7	-3,5	-9,1	-9,5
<b>Счет операций с капиталом</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>Сальдо СТО и счета операций с капиталом</b>	<b>24,3</b>	<b>17,6</b>	<b>35,7</b>	<b>47,5</b>	<b>71,0</b>	<b>76,1</b>	<b>46,1</b>	<b>40,0</b>	<b>15,5</b>	<b>7,7</b>	<b>15,5</b>	<b>10,1</b>	<b>24,1</b>	<b>17,3</b>	<b>9,0</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервы</b>	<b>20,2</b>	<b>9,9</b>	<b>3,9</b>	<b>26,5</b>	<b>79,0</b>	<b>73,8</b>	<b>42,7</b>	<b>38,9</b>	<b>18,2</b>	<b>6,1</b>	<b>14,3</b>	<b>12,9</b>	<b>31,9</b>	<b>18,5</b>	<b>15,0</b>
Чистое принятие обязательств	-1,9	5,5	38,0	2,3	-31,8	-51,4	-15,2	-25,5	-11,7	4,7	8,2	-8,7	-7,1	-5,4	-2,6
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервы	18,3	15,4	41,9	28,8	47,1	22,4	27,4	13,4	6,4	10,9	22,5	4,2	24,8	13,1	12,5
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,8</b>
<b>Изменение резервов</b>	<b>3,7</b>	<b>8,5</b>	<b>29,6</b>	<b>21,7</b>	<b>-10,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-6,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,2</b>
Экспорт товаров и услуг, %, г/г	1,6	58,1	63,0	58,6	60,8	27,7	4,7	-8,6	-31,8	-30,2	-22,4	-24,4	-2,9	1,7	-0,4
Импорт товаров и услуг, %, г/г	2,3	40,0	32,1	22,5	12,6	-22,9	-11,8	-6,0	5,6	35,1	10,0	-6,5	-8,8	-7,5	4,1
<b>Справочно:</b>															
Цена на нефть марки Brent, долл. США за барр., в среднем за квартал	61	69	73	80	98	112	98	89	82	76	86	83	82	85	79
Номинальный курс, руб./долл., в среднем за квартал	74,3	74,2	73,5	72,6	84,7	66,0	59,4	62,3	72,7	81,0	94,1	92,7	90,8	90,6	89,2

\* Оценка.  
Источники: Банк России, Argus.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ В 2021–2024 ГОДАХ, ПО КВАРТАЛАМ

Табл. 6

Показатели	2021				2022				2023				2024		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.
<b>ВВП, %, г/г, среднее за период</b>															
США	1,6	12,0	4,7	5,4	3,6	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	2,9	3,1	2,9	3,1	–
Еврозона	-0,2	14,9	5,0	5,4	5,6	4,1	2,5	1,9	1,3	0,5	0,1	0,2	0,5	0,6	–
Китай	18,9	8,2	5,3	4,4	4,3	0,7	4,1	3,0	4,5	7,6	5,0	5,4	5,1	5,0	4,6
<b>Инфляция, %, г/г, на конец года</b>															
США (Core PCE)	2,3	3,9	4,1	5,2	5,5	5,2	5,5	4,9	4,8	4,3	3,6	2,9	2,8	2,6	–
Еврозона (Core HICP)	0,9	1,0	2,0	2,7	3,0	3,7	4,8	5,2	5,7	5,5	4,4	3,4	2,9	2,8	2,7
Китай (Core CPI)	0,5	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,4	0,5	0,6	0,3	0,8	0,6	0,6	0,5	0,0
<b>Дефицит бюджета, % ВВП, среднее за период</b>															
США	-19,0	-11,7	-12,1	-10,9	-7,2	-4,2	-5,4	-5,5	-6,9	-8,5	-6,3	-6,5	-6,0	-5,6	–
Еврозона	-8,2	-6,9	-6,2	-5,3	-4,2	-3,2	-3,2	-3,7	-3,8	-4,0	-3,9	-3,6	-3,5	–	–
Китай	-5,2	-4,3	-3,9	-3,8	-3,7	-5,3	-5,5	-4,7	-5,0	-3,9	-4,1	-4,6	-4,8	-4,9	–
<b>Ключевая ставка, % годовых, среднее за период</b>															
США (верхняя граница)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,29	0,95	2,37	3,84	4,69	5,16	5,43	5,50	5,5	5,5	5,4
Еврозона (депозитная)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,1	1,4	2,4	3,2	3,7	4,0	4,0	4,0	3,7
Китай	3,9	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4

Источники: национальные статистические ведомства, ФРС США, ЕЦБ, МВФ, Investing.com, расчеты Банка России.

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2023–2024 ГОДАХ  
(%)

Табл. 7

Период	Обязательства в рублях банков с универсальной лицензией и НКО	Обязательства в рублях банков с базовой лицензией	Обязательства в инвалюте (за исключением недружественных стран) банков и НКО	Обязательства в инвалюте (в валютах недружественных стран) банков и НКО
С 01.06.2023	4,50	1,00	6,00	8,50
01.04.2023 – 31.05.2023	4,00	1,00	5,50	7,50
01.03.2023 – 31.03.2023	4,00	1,00		7,00
01.01.2023 – 28.02.2023	3,00	1,00		5,00

Примечание. Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами, обязательства перед физическими лицами и иные обязательства.

Подробнее см. [нормативы обязательных резервов](#).

Источник: Банк России.

## КОЭФФИЦИЕНТЫ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2023–2024 ГОДАХ

Табл. 8

Период	Банки	НКО
С 01.01.2023	0,9	1,0

Источник: Банк России.

СТАВКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup> И RUONIA В 2023–2024 ГОДАХ  
(% ГОДОВЫХ) Табл. 9

Период	Ключевая ставка	Изменение ключевой ставки, п.п.	RUONIA (средняя)	Депозиты overnight постоянного действия – нижняя граница процентного коридора	Операции на открытом рынке: основные аукционы и аукционы «тонкой настройки» <sup>2</sup>	Операции предоставления ликвидности постоянного действия <sup>3</sup>		Операции на открытом рынке: аукционы на длительные сроки <sup>4</sup>		
						Операции основного механизма (ОМ) <sup>5</sup> – верхняя граница процентного коридора	Операции дополнительного механизма (ДМ) <sup>6</sup>	Аукционы репо	Кредитные аукционы	
				1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	От 1 до 30 дней <sup>7</sup>	От 1 до 180 дней <sup>8</sup>	1 месяц	1 год	3 месяца
Правило: спред к ключевой ставке, п.п.				-1,00	0,00	+1,00	+1,75	+0,10	+0,25	
С 28.10.2024	21,00	↑ 2,00		20,00	21,00	22,00	22,75	21,10	21,25	21,25
16.09.2024 – 27.10.2024	19,00	↑ 1,00	18,54	18,00	19,00	20,00	20,75	19,10	19,25	19,25
29.07.2024 – 15.09.2024	18,00	↑ 2,00	17,85	17,00	18,00	19,00	19,75	18,10	18,25	18,25
18.12.2023 – 28.07.2024	16,00	↑ 1,00	15,74	15,00	16,00	17,00	17,75	16,10	16,25	16,25
30.10.2023 – 17.12.2023	15,00	↑ 2,00	14,83	14,00	15,00	16,00	16,75	15,10	15,25	15,25
18.09.2023 – 29.10.2023	13,00	↑ 1,00	12,74	12,00	13,00	14,00	14,75	13,10	13,25	13,25
15.08.2023 – 17.09.2023	12,00	↑ 3,50	11,93	11,00	12,00	13,00	13,75	12,10	12,25	12,25
24.07.2023 – 14.08.2023	8,50	↑ 1,00	8,34	7,50	8,50	9,50	10,25	8,60	8,75	8,75
01.01.2023 – 23.07.2023	7,50	↓ -0,50	7,25	6,50	7,50	8,50	9,25	7,60	7,75	7,75

<sup>1</sup> Также процентные ставки по ДМ предоставления ликвидности, установленные Советом директоров Банка России.

<sup>2</sup> Указана максимальная возможная ставка в заявке для депозитных аукционов и минимальная возможная ставка в заявке для аукционов репо. Решение о типе аукциона (депозитный или репо) принимается в зависимости от ситуации с ликвидностью.

<sup>3</sup> Кредиты и репо на сроки более 1 дня – по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

<sup>4</sup> Указана минимальная возможная ставка в заявке. По итогам аукционов операции репо совершаются и кредиты предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки. Для сделок репо на срок 1 месяц плавающая ставка применяется с 09.01.2023 (ранее применялась фиксированная ставка). Аукционы репо не проводятся в 2024 году. Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>5</sup> До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» на срок 1 день, с 01.03.2022 – по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 2 до 90 дней, с 25.03.2022 – по lombardным кредитам на сроки от 2 до 90 дней.

<sup>6</sup> До введения ОМ/ДМ – ставка по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на сроки от 91 до 549 дней, до 28.02.2022 – также на сроки от 2 до 90 дней.

<sup>7</sup> Операции репо на срок 1 день и кредиты на сроки от 1 до 30 дней, а также ставка по сделкам «валютный своп» на срок 1 день, заключение которых приостановлено с апреля 2022 года.

<sup>8</sup> Операции репо на сроки от 1 до 180 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 180 дней.

Справочно. Значение ставки рефинансирования с 01.01.2016 приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ<sup>1</sup> В 2023–2024 ГОДАХ  
(МЛРД РУБЛЕЙ)

Табл. 10

На начало дня	Депозиты овернайт постоянного действия			Операции на открытом рынке			Операции предоставления ликвидности постоянного действия			
	1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 месяц	Аукционы репо (основные и «тонкой» настройки)			Кредиты овернайт	Репо <sup>2</sup>	Ломбардные кредиты <sup>2</sup>	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами <sup>2</sup>
				1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 месяц				
01.10.2024	1 511,9	3 368,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	392,3	11,2	5 118,2
01.07.2024	1 245,5	2 303,7	0,0	0,0	0,0	113,6	0,0	30,0	11,2	1 584,8
01.04.2024	1 081,3	2 123,4	0,0	0,0	0,0	451,3	0,0	56,8	29,3	2 198,0
01.01.2024	1 038,4	2 341,3	0,0	101,5	0,0	783,0	0,1	11,2	34,3	2 229,4
01.10.2023	914,1	1 975,6	0,0	101,0	0,0	1 101,7	0,0	0,3	24,1	880,4
01.07.2023	1 007,8	1 746,6	0,0	301,7	0,0	1 076,5	0,0	1,5	25,4	521,3
01.04.2023	1 094,3	2 450,0	0,0	1 005,8	0,0	759,8	0,0	7,6	32,2	266,4
01.01.2023	1 328,2	3 621,2	0,0	1 007,3	0,0	484,3	0,0	7,9	95,9	213,1

<sup>1</sup> Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности.<sup>2</sup> Включая операции как основного, так и дополнительного механизма предоставления ликвидности. До 16.10.2023 – репо на срок 1 день, ломбардные кредиты на сроки от 1 до 90 дней, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, на сроки от 1 до 549 дней. Источник: Банк России.СТАВКИ ПО СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫМ МЕХАНИЗМАМ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup> В 2023–2024 ГОДАХ  
(% ГОДОВЫХ)

Табл. 11

Период	Поддержка развития крупных инвестпроектов		Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСПАР») <sup>2</sup>		Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ <sup>3</sup>	
	До 3 лет	Меньшая из: 9,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1,00 п.п.	До 3 лет	Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п. <sup>4</sup>	До 3 лет	Ключевая ставка, уменьшенная на 1,50 п.п.
С 28.10.2024	9,00		19,50		19,50	
16.09.2024 – 27.10.2024	9,00		17,50		17,50	
29.07.2024 – 15.09.2024	9,00		16,50		16,50	
13.05.2024 – 28.07.2024	9,00		14,50		14,50	
18.12.2023 – 12.05.2024	9,00		–		14,50	
30.10.2023 – 17.12.2023	9,00		–		13,50	
18.09.2023 – 29.10.2023	9,00		–		11,50	
17.08.2023 – 17.09.2023	9,00		–		10,50	
15.08.2023 – 16.08.2023	9,00		6,50		10,50	
24.07.2023 – 14.08.2023	7,50		6,50		7,00	
01.01.2023 – 23.07.2023	6,50		6,50		6,00	

<sup>1</sup> Механизмы предоставления ликвидности, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению с операциями ОМ и ДМ. Установленные Советом директоров Банка России ставки, по которым в указанный период предоставлялись новые кредиты.<sup>2</sup> Новые кредиты не предоставлялись в период с 17.08.2023 по 12.05.2024.<sup>3</sup> Выдача кредитов под залог ОФЗ с 20.06.2023.<sup>4</sup> С 01.03.2024 правило определения процентной ставки изменено, ранее она приравнивалась к меньшей из двух: 6,50% годовых или ключевой ставке.

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫХ МЕХАНИЗМОВ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup> В 2023–2024 ГОДАХ  
(млрд руб.) Табл. 12

На начало дня	Требования Банка России к кредитным организациям, всего	Поддержка развития крупных инвестпроектов		Поддержка ВЭД (кредиты, обеспеченные договорами страхования АО «ЭКСАР») <sup>2</sup>		Поддержка МСП через АО «МСП Банк» <sup>3</sup>		Поддержка МСП под поручительства АО «ФК МСП» или под залог ОФЗ <sup>4</sup>		Поддержка МСП в отраслях, наиболее пострадавших от распространения новой коронавирусной инфекции <sup>5</sup>		Поддержка МСП в 2022 году <sup>6</sup>
		До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 3 лет	До 1,5 лет	До 1 года		
Лимит на 01.10.2024		150,0	75,0		320,0							
01.10.2024	267,8	18,2	52,9	–	196,7	–	–	–	–	–	–	–
01.07.2024	296,2	19,1	58,4	0,02	218,7	0,02	–	–	–	–	–	–
01.04.2024	292,3	21,0	34,5	0,02	236,8	0,02	–	–	–	–	–	–
01.01.2024	323,4	23,9	47,5	0,02	252,0	0,02	–	–	–	–	–	–
01.10.2023	332,2	26,2	66,7	0,2	236,7	0,2	2,4	2,4	2,4	–	–	–
01.07.2023	329,7	29,6	52,4	0,4	230,0	0,4	14,9	14,9	14,9	2,4	2,4	2,4
01.04.2023	354,5	32,7	47,1	0,7	202,4	0,7	32,0	32,0	32,0	39,6	39,6	39,6
01.01.2023	329,5	37,3	45,4	0,9	139,0	0,9	39,8	39,8	39,8	671	671	671

<sup>1</sup> Механизмы предоставления ликвидности, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению с операциями ОМ и ДМ.

<sup>2</sup> Новые кредиты не предоставлялись в период с 17.08.2023 по 12.05.2024.

<sup>3</sup> Выдача кредитов прекращена с 23.08.2021, права требования по кредитам, предоставленным АО «МСП Банк» своим партнерам – банкам и микрофинансовым организациям по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, и своим партнерам – лизинговым компаниям на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

<sup>4</sup> Выдача кредитов под залог ОФЗ с 20.06.2023.

<sup>5</sup> Выдача кредитов с 01.11.2021 по 30.12.2021 и с 24.01.2022 по 01.05.2022.

<sup>6</sup> Выдача кредитов с 11.03.2022 по 30.12.2022.

Источник: Банк России.

## ГЛОССАРИЙ

### **БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ**

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

### **БАЗОВОЕ САЛЬДО (БАЗОВЫЙ ДЕФИЦИТ)**

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

### **БАЗОВЫЕ НЕФТЕГАЗОВЫЕ ДОХОДЫ**

Объем нефтегазовых доходов, сформированный при равновесном уровне цен на нефть марки Urals и используемый для расчета предельного объема расходов в рамках бюджетного правила.

### **ВАЛЮТИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)**

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

### **ВЫПУСК**

Стоимость товаров и услуг, являющихся результатом производственной деятельности резидентов экономики в отчетный период. Валовой внутренний продукт (ВВП) является одним из индикаторов выпуска. ВВП характеризует стоимость товаров и услуг, произведенных в стране во всех отраслях экономики и предназначенных для конечного потребления, накопления и экспорта (за вычетом импорта).

### **ДЕНЕЖНАЯ БАЗА**

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

### **ДЕНЕЖНАЯ МАССА**

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

### **ДЕНЕЖНАЯ МАССА В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ (ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ М2)**

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

### **ДЕФЛЯЦИЯ**

Устойчивое снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста потребительских цен.

### **ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (ИПЦ)**

Отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

### **ИНДИКАТОР ИЗМЕНЕНИЯ БИЗНЕС-КЛИМАТА БАНКА РОССИИ (ИБК)**

Аналитический показатель, который рассчитывается ежемесячно на основе оценок предприятий – участников мониторинга, проводимого Банком России. Индикатор построен по схожей методологии Института IFO (Германия) и отражает фактические, а также ожидаемые изменения в сфере производства и спроса.

### **ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ**

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

### **ИНФЛЯЦИЯ**

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

### **КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ**

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

**КРЕДИТНЫЙ ДЕФОЛТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP, CDS)**

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

**ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

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

**НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА**

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

**НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ**

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

**ОБЛИГАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА (ОФЗ)**

Государственные внутренние ценные бумаги, эмитируемые Минфином России в рамках программы заимствований в целях финансирования дефицита федерального бюджета.

**ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ**

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

**ОПЕРАЦИИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

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

**ПАРАЛЛЕЛЬНЫЙ ИМПОРТ**

Ввоз в страну оригинальных товаров иностранного производства без согласия правообладателя.

**ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

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

### **ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП (INTEREST RATE SWAP, IRS)**

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

### **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. Банк России может проводить операции с иностранной валютой на внутреннем рынке в связи с операциями Минфина России по выполнению бюджетного правила, для «зеркалирования» конверсионных операций со средствами ФНБ, а также в случае возникновения угрозы для финансовой стабильности.

### **СТРУКТУРНОЕ ПЕРВИЧНОЕ САЛЬДО**

Метрика направленности бюджетной политики в терминах бюджетного правила. Показатель рассчитывается как разница между суммой базовых и нефтегазовых доходов и фактических (плановых) расходов бюджета.

### **СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

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

### **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ**

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

### **ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ**

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

**ТРЕБОВАНИЯ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ К ЭКОНОМИКЕ**

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

**ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ**

Состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива как к внутренним, так и к внешним шокам.

**ЭТАЛОННАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА RUONIA (RUBLE OVERNIGHT INDEX AVERAGE)**

Взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт. Банк России отвечает за методику ставки RUONIA, формирования перечня банков-участников, сбор данных, расчет и публикацию процентной ставки.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**АО** – акционерное общество

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

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ВНОК** – валовое накопление основного капитала

**ДМ** – дополнительный механизм предоставления ликвидности

**ЕАЭС** – Евразийский экономический союз

**ЕБС** – Единая биометрическая система

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ЖКХ** – жилищно-коммунальное хозяйство

**ИБВЭД** – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности

**ИБК** – индикатор изменения бизнес-климата Банка России

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**КОБР** – купонные облигации Банка России (ОБР)

**КПМ** – квартальная прогнозная модель

**МБК** – межбанковские кредиты

**мбс** – млн баррелей в сутки

**МВФ** – Международный валютный фонд

**Минфин России** – Министерство финансов Российской Федерации

**Минэкономразвития России** – Министерство экономического развития Российской Федерации

**МОС** – материальные оборотные средства

**МСП** – малое и среднее предпринимательство

**МФК** – мировой финансовый кризис 2007–2008 годов

**НГД** – нефтегазовые доходы

**НДПИ** – налог на добычу полезных ископаемых

**НДС** – налог на добавленную стоимость

**ННГД** – ненефтегазовые доходы

**НПФ** – негосударственный пенсионный фонд

**НФА** – Национальная финансовая ассоциация

**НФО** – некредитная финансовая организация

**ОМ** – основной механизм предоставления ликвидности

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

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

**ОНЕГДКП 2024–2026** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов

**ООО** – общество с ограниченной ответственностью

**ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**ОФЗ-ИН** – облигации федерального займа с индексируемым номиналом

**ПДН** – показатель долговой нагрузки

**п.п.** – процентный пункт

**ППС** – паритет покупательной способности

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

**с.к.** – оценка с поправкой на сезонность

**с.к.г.** – прирост с поправкой на сезонность в пересчете на год

**СФР** – страны с формирующимися рынками

**ФНБ** – Фонд национального благосостояния

**ФОР** – Фонд обязательных резервов

**ФРС США** – Федеральная резервная система США

**ФТС** – Федеральная таможенная служба

**ЦВЕ** – Центральная и Восточная Европа

**ЦФА** – цифровые финансовые активы

**ЭЭГП** – обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха

**API** – программный интерфейс, способ взаимодействия информационных систем

**B2B** – платежи юридических лиц в пользу юридических лиц

**Core CPI** – Core Consumer Price Index (базовый индекс потребительских цен)

**CPIF** – Consumer Price Index with a Fixed Interest Rate (индекс потребительских цен с фиксированной процентной ставкой)

**C2B** – платежи физических лиц в пользу юридических лиц

- C2C** – переводы денежных средств между потребителями – физическими лицами
- ELB** – Effective Lower Bound (эффективная нижняя граница)
- ESG** – Environmental, Social and Governance (экологические и социальные факторы, а также факторы корпоративного управления)
- €STR** – краткосрочная ставка в евро
- FG** – Forward Guidance (сигнал центрального банка о денежно-кредитной политике)
- IPO** – Initial Public Offering (первичное публичное размещение)
- IRS** – Interest Rate Swap (процентный своп)
- PCE** – Personal Consumption Expenditures (индекс личных расходов потребителей)
- QE** – Quantitative Easing (количественное смягчение)
- RUONIA** – Ruble Overnight Index Average (взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях)
- SOFR** – обеспеченная ставка овернайт в долларах США
- YCC** – Yield Curve Control (контроль кривой доходностей)
- ZLB** – Zero Lower Bound (нулевая нижняя граница)