



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

ПРОЕКТ  
от 27.09.2017



## ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ

единой государственной  
денежно-кредитной  
политики на 2018 год  
и период 2019 и 2020 годов

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 27.09.2017

---

© ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, 2017  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12

# СОДЕРЖАНИЕ

|  |           |
|--|-----------|
| <b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ<br/>НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ</b> .....  | <b>5</b>  |
| <b>2. ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ<br/>ПОЛИТИКИ В 2017 ГОДУ И 2018–2020 ГОДАХ И ДЕЙСТВИЕ<br/>ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА</b> ..... | <b>16</b> |
| <b>3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ<br/>ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2017 ГОДУ</b> .....  | <b>30</b> |
| <b>4. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ<br/>И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2018–2020 ГОДАХ</b> .....                                       | <b>45</b> |
| <b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b> .....  | <b>61</b> |
| Приложение 1<br><i>График заседаний Совета директоров Банка России<br/>    по вопросам денежно-кредитной политики в 2018 году</i> .....        | 61        |
| Приложение 2<br><i>Опросы о проблемах, беспокоящих население и бизнес</i> .....  | 62        |
| Приложение 3<br><i>Влияние инфляции на социальное неравенство</i> .....  | 66        |
| Приложение 4<br><i>Обоснование цели по инфляции – вблизи 4%</i> .....  | 69        |
| Приложение 5<br><i>Индикаторы инфляции, используемые Банком России<br/>    для анализа динамики потребительских цен</i> .....                  | 71        |
| Приложение 6<br><i>Подходы к оценке инфляционных ожиданий</i> .....  | 76        |
| Приложение 7<br><i>Структура процентных ставок по кредитам</i> .....   | 81        |
| Приложение 8<br><i>Доступность кредита и долговая нагрузка<br/>    в российской экономике и ее отдельных отраслях</i> .....                    | 86        |

|  |            |
|--|------------|
| Приложение 9<br><i>Роль плавающего курса как встроенного стабилизатора<br/>экономики в 2014 – 2016 годах</i> ..... | 100        |
| Приложение 10<br><i>Ликвидность банковского сектора<br/>и денежно-кредитные агрегаты</i> .....                     | 103        |
| Приложение 11<br><i>Денежная программа</i> .....   | 110        |
| Приложение 12<br><i>Статистические таблицы</i> .....   | 113        |
| <b>ГЛОССАРИЙ</b> .....   | <b>123</b> |
| <b>СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ</b> .....   | <b>129</b> |

## ВВЕДЕНИЕ

Последовательная и согласованная стабилизационная политика последних лет позволила преодолеть острую фазу кризиса, предотвратить угрозу для финансовой стабильности, а также создать условия для более раннего, чем прогнозировалось, возобновления экономического роста и снижения инфляции до уровней, близких к 4%. Макроэкономическая стабильность, безусловно, будет важным фактором успешного экономического развития и в дальнейшем. Но для того, чтобы оно было устойчивым и сопровождалось долгосрочным улучшением благополучия российских граждан, необходимы дальнейшие усилия, направленные на преодоление структурных ограничений. Только активные шаги в направлении диверсификации российской экономики, преодоления ее сырьевой зависимости, повышения эффективности управления на всех уровнях как в частном, так и в государственном секторе, обновление основных фондов и инфраструктуры, внедрение новых технологий позволят снизить уязвимость России к колебаниям внешнеэкономической конъюнктуры, повысить производительность труда и перейти к модели экономического развития, основанной на внутренних источниках развития. Для ответа на поставленные вызовы все большее значение будут приобретать создание эффективных механизмов объединения частных и государственных усилий, направленных на решение структурных проблем, а также тесная координация действий всех государственных институтов, включая Банк России.

В силу характера решаемых Банком России задач и имеющегося в его распоряжении набора инструментов политика Банка России по объективным причинам не может стать основным драйвером экономического развития. Вместе с тем Банк России создает целый ряд важных условий для экономического роста и социального благополучия, поддерживая ценовую и финансовую стабильность, обеспечивая устойчивость и развитие финансового сектора и платежной системы. Только технологичная, надежная и заслуживающая доверия финансовая система, на формирование которой направлены меры Банка России, может эффективно обслуживать экономическую деятельность, отвечая потребностям хозяйствующих субъектов. В свою очередь, ценовая и финансовая стабильность повышает предсказуемость экономических условий и позволяет домашним хозяйствам и бизнесу более уверенно строить семейные, производственные, инвестиционные планы, расширяя их временные горизонты. Стабильно низкая инфляция важна как для экономического роста, так и для социального благополучия, защищая доходы и сбережения от быстрого и непредсказуемого по масштабам обесценения, что повышает стимулы к сбережениям в рублях и способствует формированию долгосрочных внутренних ресурсов.

В предыдущие два года Банк России обеспечил снижение инфляции с двузначных уровней до цели 4%, проводя умеренно жесткую денежно-кредитную политику. В течение большей части 2017 г. темпы прироста потребительских цен уже находятся вблизи 4%. Но по сути это только начало пути к обеспечению ценовой стабильности, когда цель по инфляции 4% станет надежным ориентиром для всех участников экономических отношений. На это требуется достаточно длительное время, что, в частности, подтверждает опыт других стран.

*Еще предстоит закрепить инфляцию вблизи 4%, сформировать доверие к политике центрального банка и снизить инфляционные ожидания, которые в России сохраняются на повышенном уровне и реагируют даже на временные колебания цен. Для решения указанных задач Банк России будет смягчать денежно-кредитную политику постепенно, оценивая изменение финансовых условий, реакцию экономической системы и динамики цен. Банк России сохранит консервативный, взвешенный подход как в принятии решений по ключевой ставке, так и в формировании прогноза, что предупреждает недооценку не только инфляционных рисков, но и рисков для экономического роста и финансовой стабильности, а это особенно важно в условиях изменчивых и в основном неблагоприятных внешних условий. При этом все большее значение для формирования доверия и снижения инфляционных ожиданий будет приобретать информационная открытость, разъяснение широкой общественности целей, мер и результатов денежно-кредитной политики. Со временем такой подход будет способствовать тому, что стабильно низкая инфляция, предсказуемые финансовые условия, а также уверенность в них домашних хозяйств и бизнеса станут неотъемлемым элементом экономических отношений и благоприятной среды для долгосрочно устойчивого развития.*

# 1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

## Ключевые задачи макроэкономической политики и роль денежно-кредитной политики в создании условий для экономического роста и благополучия

В предыдущие годы ключевыми задачами макроэкономической политики были стабилизация ситуации в реальном и финансовом секторах, снижение инфляции и оживление российской экономики после серии внешних шоков конца 2014 – начала 2016 года. В настоящее время, на этапе перехода экономики к росту, на первый план выходит задача создания условий и стимулов для устойчивого развития в дальнейшем. Все более очевидно, что источники экстенсивного роста исчерпаны, внешние факторы не могут быть надежной основой долгосрочного экономического роста – скорее всего, в обозримой перспективе они будут выступать ограничением для него. В этих условиях важны усилия всех членов общества, в том числе всех хозяйствующих субъектов, по укреплению, а по многим направлениям и созданию фундамента для дальнейшего экономического развития. Стимулы к таким усилиям в том числе будет создавать разработка долгосрочной государственной стратегии, ориентированной на преодоление структурных проблем, а также скоординированные действия всех органов государственной власти, направленные на ее реализацию. При этом преодоление структурных ограничений может быть в том числе сопряжено с консервативными, подчас непопулярными в текущем контексте мерами. В этих условиях большое значение приобретает разъяснение

широкой общественности предпринимаемых шагов и ожидаемых в среднесрочной и долгосрочной перспективе результатов.

Стабилизационная политика последних лет, сочетающая прозрачные последовательные действия, четкое следование заявленной стратегии и оперативную гибкость, смягчила прохождение острой фазы кризиса, создала условия для подстройки экономической системы к новым реалиям, сыграла важную роль в снижении неопределенности, способствовала устранению накопленных дисбалансов, снижению инфляции и переходу к восстановительному росту. Опыт проведения макроэкономической политики в указанный период, безусловно, должен учитываться при разработке и реализации экономической стратегии в дальнейшем.

Банк России вносит вклад в создание условий для экономического роста и благополучия граждан, выполняя функции по поддержанию ценовой и финансовой стабильности, развитию конкурентоспособного финансового рынка, повышению доступности финансовых услуг для населения, развитию национальной платежной системы (что далее более подробно раскрыто в данном документе). В рамках этих функций Банк России стремится обеспечить результаты, которые отвечают интересам устойчивого и сбалансированного в среднесрочном периоде развития экономики страны, в полной мере используя имеющиеся в его распоряжении инструменты, а также осуществляя своевременное взаимодействие как внутри системы Банка России, так и с органами законодательной и исполнительной власти. Вместе с тем важно учитывать, что политика Бан-



ка России создает условия или устраняет препятствия для экономического развития, но по природе своей не может стать его основной движущей силой. Ценовая и финансовая стабильность, развитый и устойчивый финансовый сектор, бесперебойность платежей способствуют нормальной работе экономической системы, создают возможности для повышения эффективности экономической деятельности, в том числе через перераспределение ресурсов, снижают неопределенность и риски, но при этом сами по себе объективно не могут стать залогом повышения производительности труда и других факторов производства, технологического перевооружения и появления новых отраслей, а также улучшения качества управления как в государственном, так и в частном секторе. Для этого необходимы меры структурной политики, от которых в первую очередь будут зависеть перспективы и качество дальнейшего экономического развития и отчасти действенность мер, принимаемых Банком России.

Денежно-кредитная политика обеспечивает такой неотъемлемый элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса, как ценовая стабильность, которая достигается Банком России в рамках режима таргетирования инфляции. При указанном подходе действия центрального банка направлены на обеспечение внутренней макроэкономической стабильности, прежде всего на сохранение стабильно низкой инфляции и формирование предсказуемой динамики процентных ставок. Это позволяет домашним хозяйствам и компаниям более уверенно строить планы на будущее, оценивая свои доходы и расходы, сбережения и инвестиции. При стабильно низкой инфляции накопления граждан защищены от обесценения, что гарантирует их сохранность во времени, создает стимулы к сбережениям в рублях. Снижение неопределенности относительно динамики цен и процентных ставок умень-

шает связанные с ней риски реализации инвестиционных проектов и ведения текущей деятельности, позволяет компаниям и банкам с большей уверенностью оценивать ожидаемые издержки и доходы, выбирать ценовую стратегию, что в результате увеличивает горизонт прогнозирования и кредитования. Стабильно низкая и предсказуемая инфляция сама по себе является одним из определяющих факторов формирования процентных ставок по кредитам на более низком уровне, учитывая, что происходит существенное уменьшение инфляционной премии, которая в них закладывается.

Низкие темпы роста цен и предсказуемые финансовые условия до тех пор, пока они поддерживаются, как правило, незаметны. При этом высокая инфляция, подверженная существенным колебаниям, и связанная с ней неопределенность создают препятствия для устойчивого развития, усиливая социальную напряженность и дифференциацию доходов, снижая конкурентоспособность отечественных товаров, затрудняя хозяйственную, финансовую и инвестиционную деятельность. Это в том числе подтверждают данные регулярных социологических опросов, отражающие высокую обеспокоенность проблемой инфляции как населения, так и бизнеса в предыдущие годы (см. Приложение 2). По мере того как Банком России было обеспечено снижение годовой инфляции к уровням, близким к 4%, в 2017 г., острота проблемы высокой инфляции, по данным указанных опросов, постепенно спадает.

При этом сохранение повышенных инфляционных ожиданий как предприятий, так и домашних хозяйств, а также их чувствительность к проинфляционным факторам показывает, что среди участников экономических отношений все еще не сформировалась уверенность в том, что инфляция снизилась устойчиво и надолго. Поэтому ключевой задачей Банка Рос-



сии на текущем этапе, а также в период 2018–2020 гг. является закрепление темпов роста потребительских цен вблизи 4%, а также формирование доверия к проводимой денежно-кредитной политике. Низкие и стабильные темпы роста цен должны стать неотъемлемой частью экономических условий, а годовая инфляция 4% – надежным ориентиром при принятии решений и построении планов населением, банками и бизнесом.

### Формулировка цели по инфляции

Цель по инфляции – вблизи 4% – установлена с учетом особенностей российской экономики, включая уровень развития конкуренции и рыночных институтов, эффективность и диверсификацию производства, структуру потребления, а также волатильность цен на отдельные группы товаров и услуг. Эти факторы были подробно описаны в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов», а также приведены в Приложении 4 к данному документу.

Банк России с помощью инструментов денежно-кредитной политики может влиять на уровень цен в целом, не имея возможности воздействовать на цены конкретного товара, сегмента рынка или региона. Поэтому цель по инфляции установлена для индекса потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Росстатом по России. Этот индекс дает представление о темпах роста цен в среднем для российских домохозяйств.

В нормальных условиях общий показатель годовой инфляции может испытывать небольшие колебания, оставаясь вблизи 4%, так как он формируется в рамках сложной экономической системы со множеством факторов влияния, взаимосвязей и участников.

При сохранении общей инфляции вблизи 4% на рынках разных товаров или в разных регионах может наблюдаться некоторый разброс темпов роста цен вокруг этого уровня, что естественно и является результатом действия различных локальных или временных факторов. К ним в том числе относятся особенности ценообразования на отдельных рынках, территориальное распределение производства, наличие в тех или иных регионах собственной производственной базы, колебания уровня логистических и транспортных издержек, погодные условия, изменения валютного курса.

Следует также отметить, что потребительская корзина и темпы изменения ее стоимости индивидуальны для каждого домохозяйства. Доля различных продуктов и услуг в потреблении может заметно различаться для разных групп населения – по возрасту, семейному положению, доходу, месту проживания. Эти локальные и индивидуальные различия в динамике цен не противоречат задаче поддержания ценовой стабильности поскольку они имеют небольшие масштабы и не отражаются в существенном отклонении годового показателя инфляции по России в целом от 4%. Более того, по мере закрепления инфляции вблизи 4% и стабилизации инфляционных ожиданий на низких уровнях масштаб различий в динамике цен по товарным группам и регионам будет постепенно снижаться.

После 2017 г. Банк России не будет устанавливать конкретных дат или временных периодов, когда оценивается достижение цели по инфляции, а будет стремиться к тому, чтобы годовая инфляция находилась вблизи 4% на постоянной основе. В случае появления факторов, которые создают угрозу существенного и продолжительного отклонения инфляции от цели, Банк России будет принимать меры, направленные на поддержание темпов роста потребительских цен вблизи 4%.

## Подходы к проведению денежно-кредитной политики Банком России

Подходы Банка России к проведению денежно-кредитной политики определяются, с одной стороны, характером воздействия на экономику и инфляцию имеющих в распоряжении у центрального банка инструментов, а с другой – структурными и институциональными особенностями российской экономики, динамики потребительских цен и инфляционных ожиданий.

В рамках режима таргетирования инфляции влияние денежно-кредитной политики на цены происходит в первую очередь через управление внутренним спросом. Центральный банк воздействует на инфляцию через длинную цепочку взаимосвязей, так называемый трансмиссионный механизм. Устанавливая ключевую ставку, Банк России оказывает воздействие на процентные ставки на различных сегментах финансового рынка, что отражается на доступности кредита, склонности к сбережениям, влияет на внутренний спрос и инфляцию. Процентные ставки финансового рынка достаточно быстро реагируют на изменение ключевой ставки. Но для того, чтобы сигнал от ставок в полной мере транслировался в динамику спроса, экономической активности и привел к изменению инфляции, требуется период от трех до шести кварталов, и его называют лагом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Учитывая, что изменение ключевой ставки оказывает длительное и широкое воздействие на экономическую систему, затрагивая большинство участников экономических отношений, Банк России принимает решения на основе макроэкономического прогноза, который разрабатывается на три года вперед. При подготовке прогноза проводится анализ текущих тенденций в экономике и динамике инфляции,

учитываются особенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, оценивается влияние заявленных мер макроэкономической политики, а также рассматриваются источники внутренних и внешних рисков. Банк России также отслеживает региональные тенденции, дополнительно оценивая, таким образом, устойчивость и однородность процессов, наблюдаемых на макроуровне. Аналитические расчеты проводятся с использованием современных подходов на базе макроэкономических моделей и эконометрических методов. На их основе и с учетом экспертных оценок формируется целостное видение экономической ситуации и перспектив ее развития.

При этом Банк России большое значение придает сбалансированности своих решений, оценивая влияние мер денежно-кредитной политики не только на динамику инфляции, но и на состояние финансового и реального секторов экономики. Воздействуя на внутренний спрос, Банк России исходит из того, что его динамика должна соответствовать возможностям производства, не создавая инфляционных рисков, а также рисков для финансовой стабильности.

Проводя комплексную оценку экономической ситуации, Банк России придает большое значение анализу динамики цен. Понимание характера инфляционных процессов на разных уровнях, по разным группам товаров и услуг и регионам позволяет определить устойчивость тех или иных изменений в темпах роста потребительских цен, выявить факторы, которые на них влияют, и возможные риски. Под рисками Банк России понимает предпосылки для устойчивого и существенного отклонения инфляции от 4%. Банк России оценивает риски отклонения инфляции от цели как вверх, так и вниз.

Банк России проводит регулярный мониторинг широкого круга ценовых показа-

телей, рассматривая различные компоненты и группы компонентов потребительской корзины, исследует их динамику за различные периоды времени: месяц, квартал, год. Для оценки устойчивости тех или иных процессов в динамике цен анализируется базовая инфляция и ее модификации, то есть ценовые индексы, из состава которых исключены товары с часто и существенно изменяющимися ценами. В этих же целях проводится анализ усредненных за разные периоды индикаторов инфляции (подробнее – см. Приложение 5).

Банк России также учитывает среднегодовую инфляцию за последние 12 месяцев<sup>1</sup>, которая в меньшей степени реагирует на разовые колебания цен и позволяет охарактеризовать устойчивость нахождения инфляции у цели. Этот показатель также в значительной мере отражает восприятие инфляции хозяйствующими субъектами, которые пока ориентируются не на текущую инфляцию и ее прогнозы, а на ее динамику в течение прошедшего года. Важную роль играет анализ инфляции в региональном разрезе, который позволяет как оценить степень однородности в динамике цен, так и выявить специфические факторы, незаметные на макроуровне. Наряду с анализом потребительской инфляции, Банк России рассматривает и более широкий круг показателей, характеризующих ценовые тенденции в экономике. Регулярно проводится мониторинг цен производителей, которые отражают изменение издержек, влияющих на цены конечной продукции. Анализ факторов, определяющих динамику цен на международных рынках и в странах – торговых партнерах России, позволяет оценить характер динамики цен на импортные товары, которые также входят в потребительскую корзину.

Опора на комплексный анализ, позволяющий выявить долговременные устойчивые тенденции, позволяет Банку России избежать неоправданных и разнонаправленных изменений ключевой ставки, обеспечивая стабильность процентных ставок и поддерживая определенность экономических условий в целом. Такой подход позволяет проводить последовательную и более взвешенную с точки зрения общего макроэкономического результата политику. С учетом этого, а также принимая во внимание длительный характер воздействия мер денежно-кредитной политики на экономику, Банк России изменяет ключевую ставку прежде всего в том случае, если на прогнозном горизонте ожидается устойчивое и продолжительное отклонение годовой инфляции от 4%. Такое влияние на инфляцию чаще всего оказывают дисбалансы между спросом и предложением на внутреннем рынке, затрагивающие поведение и ожидания широкого круга участников экономических отношений. Например, инфляционное давление при прочих равных условиях может возрасти в случае, если рост доходов и потребления неоправданно опережает увеличение производительности труда и расширение возможностей производства. Повышая ключевую ставку, центральный банк снижает привлекательность кредита, создает стимулы к сбережениям, таким образом ограничивая чрезмерную динамику спроса. Учитывая лаги в действии трансмиссионного механизма, возвращение инфляции к цели и сопутствующее ему снижение ключевой ставки происходит постепенно.

Действия Банка России при заметном отклонении инфляции от 4%, вызванном действием временных факторов, будут зависеть от реакции инфляционных ожиданий на динамику цен. Целый ряд факторов может вести к ускорению или замедлению годовой инфляции на коротком горизонте, затрагивать отдельные сегменты рын-

<sup>1</sup> Рассчитывается как средний уровень цен за последние 12 месяцев к среднему уровню цен за предыдущие 12 месяцев.

ка (относительное изменение цен) или отражать разовое изменение общего уровня цен. Эти факторы чаще всего находятся на стороне предложения, то есть влияют на физические объемы выпуска отдельных товаров и услуг или на изменение их себестоимости, а не на спрос или предпочтения хозяйствующих субъектов. Поэтому действие указанных факторов не может быть ограничено непосредственно мерами денежно-кредитной политики. Так, погодные условия могут оказать влияние на объемы урожая и предложения тех или иных сельскохозяйственных культур. Изменение регулируемых тарифов, ставок налогов, акцизов или стоимости сырья на мировых рынках может отразиться на издержках производителей и ценах выпускаемой ими продукции. Влияние разовых факторов на годовую инфляцию, как правило, исчерпывается на горизонте одного года. В этих случаях применение мер денежно-кредитной политики неоправданно, учитывая, что они будут иметь эффект уже после того, как инфляция вернется к уровням, близким к 4%.

Однако если изменение темпов роста потребительских цен, связанное с действием краткосрочных факторов, отражается на инфляционных ожиданиях, то отклонение инфляции от цели может стать более устойчивым и продолжительным во времени. В этом случае говорят об адаптивном характере инфляционных ожиданий и проявлении вторичных эффектов временных факторов, на которые центральный банк вынужден реагировать мерами денежно-кредитной политики. Такая ситуация пока характерна для России, где домашние хозяйства и бизнес все еще помнят существенные и непредсказуемые колебания инфляции, которые им приходилось не раз испытать в течение новейшей российской истории. Участники экономических отношений закладывают повышенную инфляцию в свои хозяйственные и производственные

планы, чутко реагируют на любые, даже небольшие всплески роста цен. Это повышает риски устойчивого ускорения инфляции под воздействием временных факторов. В такой ситуации Банк России должен тщательно отслеживать вторичные эффекты и в случае их выявления вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем при их отсутствии.

Кроме того, инфляционным ожиданиям пока свойственны несимметричные изменения – на текущем этапе домашние хозяйства и бизнес охотнее верят в ускорение инфляции, чем в ее замедление, равно как в большей мере ожидают роста цен при ослаблении рубля, чем их снижения при укреплении национальной валюты (так называемая асимметричность переноса валютного курса в цены). Следствием этого является более выраженное изменение цен в ответ на действие проинфляционных факторов, чем в противоположной ситуации. До тех пор пока такая асимметричная реакция сохраняется, Банк России будет придавать большее значение проинфляционным рискам, чем рискам отклонения инфляции вниз от 4%. Иными словами, отклонение инфляции вверх от цели при указанной асимметричной реакции ожиданий будет требовать более существенного изменения ключевой ставки Банком России, чем сопоставимое по масштабу отклонение инфляции вниз от 4%.

Хотя годовая инфляция уже находится вблизи 4% с начала 2017 г., для снижения инфляционных ожиданий в России может потребоваться еще не один год. При этом важно не столько точное снижение инфляционных ожиданий к 4% (в силу индивидуальных и психологических особенностей восприятия они могут оставаться несколько выше), сколько отсутствие их существенных колебаний. По мере того, как Банк России будет последовательно поддерживать ценовую стабильность, возрастет уверенность домашних хозяйств и бизнеса в со-

хранении низкой инфляции и в том, что центральный банк не допустит ее существенных изменений. В условиях укрепления доверия к проводимой денежно-кредитной политике инфляционные ожидания не только снизятся, но, с одной стороны, станут менее чувствительны к действию проинфляционных факторов и курсовым колебаниям, а с другой – будут в большей степени ориентироваться на действия и заявления Банка России. По мере стабилизации ожиданий домашних хозяйств и бизнеса на низком уровне масштаб вторичных эффектов проинфляционных факторов будет сокращаться. Такая перестройка инфляционных ожиданий в дальнейшем существенно облегчит задачу поддержания инфляции вблизи 4%.

Повышение прозрачности и предсказуемости проводимой денежно-кредитной политики способствует более четкому пониманию участниками экономических отношений действий центрального банка и возрастанию роли его информационных сигналов. Они будут усиливать воздействие решений по ключевой ставке на процентные ставки, экономическую активность, инфляцию, а также ожидания их изменения в будущем, повышая, таким образом, ответственность денежно-кредитной политики.

Банк России продолжит активное разъяснение целей, принимаемых мер и результатов денежно-кредитной политики, а также публикацию своих оценок текущей экономической ситуации и прогнозов. Наряду с подготовкой широкого набора официальных публикаций и регулярными комментариями, Банк России уделяет большое внимание встречам, обмену мнениями с деловым, финансовым, экспертным, научным сообществом, представителями органов власти, планируя расширить такое взаимодействие на региональном уровне.

В случае отклонения инфляции от цели под действием тех или иных факторов Банк России будет подробно раскрывать,

по каким причинам произошло отклонение, насколько оно продолжительно и устойчиво, отразилось ли оно на динамике инфляционных ожиданий, а также разъяснять, на каком горизонте изменение ключевой ставки обеспечит возвращение инфляции к цели. Это повысит прозрачность проводимой денежно-кредитной политики, снизит неопределенность, создавая ориентиры для участников экономических отношений.

Другим важным элементом подхода к проводимой Банком России денежно-кредитной политике является поддержание процентных ставок в экономике на уровне, обеспечивающем привлекательность депозитов и иных рублевых активов для сбережений. При соблюдении этого подхода стабильно низкая инфляция будет в полной мере способствовать благополучию российских граждан. Сохранение стимулов к сбережениям в рублях способствует формированию умеренной динамики спроса, не опережающей возможностей производства, таким образом предупреждая возникновение инфляционных рисков и дисбалансов в реальном и финансовом секторах. По мере закрепления инфляции вблизи 4% и снижения инфляционных ожиданий Банк России видит пространство для дальнейшего снижения ключевой ставки в рамках указанного подхода.

## **Взаимодействие денежно-кредитной политики и иных видов государственной экономической политики**

Денежно-кредитная политика, как и иные виды экономической политики, осуществляется в рамках реализации общей стратегии экономического развития России. Большинство направлений макроэкономической политики по природе своей не могут быть обособленными и оказывают взаимное влияние как на условия реализации, так и на результаты принимаемых мер.



Поэтому успешность проведения экономической политики в целом, перспективы преодоления структурных ограничений в значительной мере зависят от координации действий органов государственной власти на всех уровнях, в том числе Банка России и Правительства Российской Федерации.

Отвечая за несколько направлений экономической политики, включая поддержание ценовой и финансовой стабильности, устойчивость и развитие финансового сектора и платежной системы, Банк России обеспечивает их взаимную согласованность, комплексно применяя имеющиеся инструменты и учитывая их взаимное влияние. В частности, ключевая ставка, являясь инструментом широкого воздействия, используется в первую очередь для достижения цели по инфляции. Меры взвешенной денежно-кредитной политики, имея стабилизационный характер, одновременно способствуют поддержанию финансовой и общей макроэкономической стабильности. Однако ценовая стабильность сама по себе не способна предупредить накопление системных финансовых рисков. Для обеспечения устойчивости финансового сектора Банк России применяет инструменты регулирования, включая меры макропруденциального регулирования. К числу мер макропруденциального регулирования в том числе относится антициклическая надбавка к нормативу достаточности капитала кредитных организаций, которая позволяет сформировать буфер капитала на случай нарастания системных рисков. На снижение рисков для финансовой стабильности, повышение устойчивости банковского сектора и надежное выполнение им своих функций также направлены действия по выводу с рынка недобросовестных участников и меры по повышению эффективности процедуры финансового оздоровления кредитных организаций. Банк России имеет в своем распоряжении и инструменты, позволяющие оказывать точечное влия-

ние на отдельные сегменты рынка в случае появления признаков их перегрева. В их числе – использование повышенных коэффициентов риска к отдельным видам активов для расчета норматива достаточности капитала, например по кредитам в иностранной валюте и по необеспеченным потребительским кредитам. Эти меры призваны обеспечить дополнительный буфер капитала банкам по таким активам. Применение повышенных коэффициентов риска к кредитам и облигациям, номинированным в иностранной валюте, также направлено на ограничение рисков накопления валютной задолженности компаниями, не имеющими достаточного объема валютной выручки для своевременного обслуживания внешнего долга.

Безусловно, регулятивные меры оказывают влияние на денежно-кредитные условия, что учитывается Банком России при разработке макроэкономического прогноза и определении уровня ключевой ставки. Например, уточнение обязательных нормативов деятельности может способствовать формированию более сбалансированного подхода банков к проведению операций, что может отражаться в том числе на динамике денежных агрегатов.

Устойчивость финансовых институтов, которая обеспечивается Банком России в рамках выполнения функций по регулированию и надзору, является необходимым условием нормальной работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Скорость и четкость передачи сигнала от ключевой ставки к реальному сектору и инфляции во многом зависит от уровня развития финансового сектора, его роли в формировании сбережений и кредита. Банк России также продолжает работу по повышению качества финансового посредничества, принимая меры, направленные на расширение спектра и повышение доступности финансовых услуг при усилении защиты прав их потребите-

лей, на внедрение новых технологий, а также повышение финансовой грамотности участников финансового рынка<sup>2</sup>. В России сохраняется большой потенциал для развития данного направления. Наряду с повышением эффективности трансмиссионного механизма, эти меры способствуют усилению вклада финансовых институтов в создание благоприятных условий для экономической деятельности, формирование инвестиций.

Ряд мер государственной экономической политики вносит непосредственный вклад в ценовую стабильность, а также способствует благополучию граждан. В частности, реализуемый подход к индексации регулируемых цен и тарифов на коммунальные услуги населению на 4% способствовал снижению инфляционного давления, учитывая достаточно заметную долю этих услуг в потребительской корзине (5,9%). Закрепление такой практики как на федеральном, так и на региональном уровне в сочетании с проведением последовательной денежно-кредитной политики будет содействовать уменьшению инфляционных ожиданий и сохранению инфляции вблизи 4%. Более того, учитывая, что большинство указанных услуг пользуется массовым спросом, по сути являясь услугами первой необходимости, предсказуемый и умеренный рост цен на них будет предотвращать появление социальной напряженности.

Созданию условий для ценовой стабильности способствуют и правительственные меры по развитию инфраструктуры продовольственного рынка в части транспортировки и хранения сельскохозяйственной продукции, а также расширения мощностей по ее переработке. Эти мероприятия будут содействовать как более стабильной динамике цен на продовольствие, так и процес-

сам импортозамещения на указанном рынке. Продовольствие составляет около 40% потребительской корзины, включая в основном товары широкого потребления. При этом цены именно данной группы товаров подвержены наиболее сильным колебаниям (в том числе под влиянием погодных условий и ожиданий урожая, изменения цен на мировом рынке), что особенно чувствительно для населения. Решение этой проблемы будет содействовать не только повышению благополучия граждан и стабилизации инфляции вблизи 4%, но и укреплению продовольственной безопасности страны.

Повышению действенности мер, принимаемых Банком России, в перспективе будут способствовать и усилия Правительства Российской Федерации, направленные на преодоление структурных проблем, наряду с созданием механизмов и стимулов для экономического развития. В частности, снижение степени монополизации во многих отраслях экономики повысит гибкость товарного предложения и цен, что будет способствовать их более чуткой реакции на изменения потребительской активности, в том числе под влиянием ключевой ставки. Усиление территориальной и профессиональной мобильности трудовых ресурсов, снижение административных и институциональных барьеров для открытия нового бизнеса, развитие транспортной и логистической инфраструктуры необходимы как для повышения гибкости предложения товаров и услуг, так и для его территориальной диверсификации, увеличения экономического потенциала. Решение проблемы высокой дифференциации доходов и богатства в обществе сформирует условия для сбалансированного развития, формирования сбережений и социальной стабильности, при этом расширяя возможности центрального банка влиять на цены через платежеспособный спрос. Это связано с тем, что домашние хозяйства со средним уровнем

<sup>2</sup> См. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов.



дохода чутко реагируют на изменения процентных ставок и цен, корректируя уровень потребления и сбережений.

Применение бюджетного правила, действующего с начала 2017 г., в среднесрочной перспективе создаст условия для снижения зависимости российской экономики, а также государственных финансов от фазы цикла на мировом нефтяном рынке. В сочетании с режимом таргетирования инфляции это ограничит влияние внешних условий на реальный валютный курс и конкурентоспособность российских товаров и услуг. Сохранение консервативного подхода к формированию государственных финансов в рамках применения бюджетного правила, а также проведение взвешенной денежно-кредитной политики являются ключевыми факторами общей макроэкономической стабильности. Банк России также будет оценивать возможность возобновления покупок иностранной валюты на валютном рынке для пополнения международных резервов до уровня 500 млрд долл. США. Более высокий уровень международных резервов, чем предусматривают стандартные показатели достаточности резервов, желателен для устойчивого функционирования российской экономики в условиях изменчивой внешнеэкономической конъюнктуры и ограничения рисков для финансовой стабильности в случае реализации внешних шоков. Банк России будет проводить указанные операции в такой форме, чтобы не оказывать существенного влияния на внутренний финансовый рынок и не препятствовать достижению цели по ценовой стабильности.

Вместе с тем для сбалансированного и самостоятельного развития, снижения чувствительности к внешним шокам необходима диверсификация российской экономики, преодоление ее сырьевой направленности и зависимости от импорта. Это особенно важно в условиях неблагоприятной и изменчивой конъюнктуры миро-

вых рынков, а также санкций в отношении России. В острую фазу кризиса российская экономика (ее финансовый и реальный секторы) продемонстрировала высокую способность адаптации к внешним шокам и санкционным ограничениям при своевременном применении антикризисных мер государственной политики. Вместе с тем долговременная устойчивость, снижение реакции экономических показателей, в том числе валютного курса, инфляции, настроений и ожиданий домашних хозяйств и бизнеса, а также уровня жизни населения в целом, на изменение внешних условий станет возможным только с течением времени, по мере преодоления структурных проблем и повышения внутренней устойчивости российской экономики, в том числе ее финансовых институтов. В части своих функций Банк России принимает меры по укреплению и развитию финансового, в том числе банковского сектора, национальной платежной системы, повышая их внутреннюю устойчивость, обеспечивая их способность обслуживать экономическую деятельность и содействовать ее развитию, выступать посредником при формировании сбережений и инвестиций независимо от характера изменения внешней среды.

Банк России учитывает структурные особенности российской экономики, а также внутренние и внешние вызовы и ограничения при проведении денежно-кредитной политики и координирует свои действия с политикой Правительства Российской Федерации, направленной на решение структурных проблем в рамках согласованной системы государственного стратегического и оперативного планирования. При этом постепенно должна возрастать роль механизмов, способствующих объединению усилий государства и бизнеса в решении комплексных задач, в том числе применения инструментов частно-государственного партнерства в реализации приоритетных для экономического развития

проектов и программ. Одновременно необходимо сохранить устойчивость экономики и не допустить накопления дисбалансов в финансовом и реальном секторах, в частности чрезмерного увеличения банковского кредитования и долговой нагрузки (которая высока в ряде секторов). Поэтому заслуживают внимания рыночные механизмы и налоговые, бюджетные, регуляторные инструменты для создания стимулов к перераспределению уже созданных денежных ресурсов и накоплений между сегментами экономики, а также к повышению эффективности их использования. Этому также будут способствовать постепенное снижение ключевой ставки Банком России по мере стабилизации инфляции вблизи 4% и предсказуемость финансовых условий в экономике при сохранении реальных процентных ставок в положительной области. В этих условиях потребность в специализированных инструментах рефинансирования и задолженность по ним будут постепенно снижаться. Банк России будет сворачивать применение данных инструментов постепенно, обеспечивая плавный выход из них. По мере реализации этого процесса будет возрастать роль бюд-

жетных стимулов и механизмов, которые, в частности, уже используются в рамках поддержки кредитования производителей сельскохозяйственной продукции, организаций-экспортеров, малого и среднего предпринимательства<sup>3</sup>.

Политика Банка России по всем направлениям его деятельности в силу специфики решаемых задач и применяемых инструментов объективно не может снять основные структурные ограничения или стать драйвером экономического роста, но при этом создает для него необходимые условия. Ценовая и финансовая стабильность – это неотъемлемый элемент общей макроэкономической стабильности, без которой невозможна успешная реализация структурной и иных видов экономической политики. Последовательная и прозрачная денежно-кредитная политика, нацеленная на сохранение ценовой стабильности и содействующая финансовой стабильности, способствует социальному благополучию, а также вносит вклад в повышение экономической определенности, которая важна для разработки и реализации экономической стратегии как на государственном, так и на частном уровне.

<sup>3</sup> Данный механизм предусматривает субсидирование процентных ставок через предоставление из федерального бюджета субсидий кредитным организациям.

## 2. ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2017 ГОДУ И 2018–2020 ГОДАХ И ДЕЙСТВИЕ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА

### Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и его особенности в России на современном этапе

При проведении денежно-кредитной политики Банк России учитывает, что инфляция формируется под воздействием ряда факторов. Во-первых, динамика цен зависит от соотношения спроса и предложения на рынке товаров и услуг. Возможности обеспечить тот или иной уровень производства товаров и услуг определяются прежде всего наличием материальных, трудовых, управленческих ресурсов в экономике, что находится вне области инструментов воздействия центрального банка. Объем спроса зависит как от индивидуальных предпочтений в потреблении, так и от готовности домашних хозяйств сделать сбережения или взять кредит. Склонность к сбережениям и заимствованиям, в свою очередь, формируется под влиянием процентных ставок по кредитам и депозитам, на которые оказывает влияние центральный банк, определяя уровень ключевой ставки. Таким образом, центральный банк воздействует на инфляцию, управляя внутренним спросом через процентные ставки.

Другим фактором, оказывающим влияние на инфляцию, является динамика валютного курса. Это связано с тем, что в потребительскую корзину наряду с отечественными входят импортные товары, цены которых зависят как от себестоимости товара за рубежом, так и от колебаний курса национальной валюты. Если цены за рубежом находятся вне рамок воздействия центрального банка, то на динамику валютного курса он может оказать влияние.

В условиях плавающего курса центральный банк не регулирует валютный курс напрямую, но должен учитывать влияние на его динамику уровня процентных ставок в экономике. В частности, если процентные ставки внутри страны выше ставок на международных рынках, то это повышает относительную привлекательность отечественных активов по сравнению с зарубежными, создает предпосылки для притока капитала и укрепления национальной валюты, что отражается в снижении инфляционного давления. Таким образом, изменяя ключевую ставку, центральный банк должен учитывать эти эффекты.

Еще одним важным фактором динамики цен являются инфляционные ожидания населения и бизнеса. В зависимости от того, какое изменение инфляции участники экономических отношений ожидают в будущем, формируются их текущие решения о потреблении, сбережениях, инвестициях, соглашениях о заработной плате, цены в контрактах на поставку товаров и иные формы соглашений. Соответственно, чем ниже инфляционные ожидания, тем более низкие темпы роста цен будут закладываться в ценовые и зарплатные контракты в экономике. В результате инфляция будет ниже. Поэтому центральные банки придают большое значение формированию низких инфляционных ожиданий. Этому способствует последовательная денежно-кредитная политика, направленная на поддержание инфляции вблизи целевого уровня.

Денежно-кредитная политика оказывает влияние на инфляцию, воздействуя через изменение ключевой ставки в первую очередь на процессы в финансовом секторе, которые затем отражаются на реаль-

ном секторе и динамике потребительских цен. При этом действенность политики центрального банка зависит от четкости и широты передачи сигнала от ключевой ставки к финансовой сфере и ее влияния на деятельность предприятий и домашних хозяйств, то есть от эффективности так называемого трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (далее – ТМДКП). Работа ТМДКП в России, как и в других странах, имеет свои особенности и во многом определяется уровнем развития тех или иных сегментов финансового рынка, а также сложившимися деловыми практиками.

В России изменение ключевой ставки Банком России почти мгновенно отражается в ставках сегмента овернайт денежного рынка, являющегося отправной точкой действия ТМДКП. В силу минимальной срочности операций однодневные ставки денежного рынка включают наименьшую премию за финансовые риски (процентный и кредитный риски, риск ликвидности) и их уровень может быть максимально близок к ключевой ставке. Банк России создает для этого условия, регулируя уровень банковской ликвидности через операции с кредитными организациями<sup>1</sup>. Среди всех сегментов денежного рынка Банк России наибольшее внимание уделяет сегменту межбанковских кредитов (МБК), так как ставки в смежных сегментах денежного рынка (рынки валютных свопов и рынок репо) могут колебаться под влиянием изменений спроса на иностранную валюту или ценные бумаги.

Поскольку для банков многократное совершение краткосрочных операций на денежном рынке является альтернативой операциям на более длительный срок, ожи-

дания относительно будущей динамики ставок денежного рынка влияют на ставки по средне- и долгосрочным операциям. Изменения этих ожиданий при повышении или снижении ключевой ставки в течение нескольких недель приводят к изменению ставок на рынке межбанковских кредитов, процентных деривативов, рынке ценных бумаг, то есть сегментах рынка, которые характеризуются высокими оборотами. Если изменение ключевой ставки ожидается участниками рынка, ставки по средне- и долгосрочным операциям могут отчасти корректироваться еще до изменения ключевой ставки и слабее отреагировать на ее непосредственное повышение или снижение. В случае если на рынке преобладают ожидания дальнейшего изменения ключевой ставки в том же направлении, то последующая реакция ставок по операциям в финансовом секторе может быть более существенной.

Для банков привлечение депозитов или предоставление кредитов выступает в качестве альтернативы операциям на денежном или фондовом рынке. При установлении ставок по кредитным и депозитным операциям банки учитывают ставки на соответствующие сроки, сложившиеся на денежном или фондовом рынке (межбанковские ставки, котировки процентных свопов, доходность ОФЗ), корректируя их на размер дополнительных расходов, связанных с кредитными и депозитными операциями, или рисков по этим операциям (см. Приложение б). Поскольку принятие решения об изменении условий стандартных кредитных и депозитных продуктов требует времени, причем разные банки принимают такие решения не синхронно, изменение ставок на депозитном и кредитном рынках может потребовать больше времени – до 3–6 месяцев.

В результате изменения ключевой ставки постепенно происходит ответная подстройка всего спектра процентных ставок

<sup>1</sup> Описание системы инструментов денежно-кредитной политики Банка России размещено на официальном сайте Банка России в сети Интернет ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)) в разделе «Денежно-кредитная политика» (материал «Система инструментов денежно-кредитной политики»).

в экономике по всей длине кривой доходности. Через процентные ставки Банк России влияет на выбор участников экономических отношений между сбережениями и потреблением, что отражается на динамике депозитов и кредитов и далее – на внутреннем спросе и инфляции. Изменение ключевой ставки в полной мере отражается на динамике потребительских цен на горизонте до 3–6 кварталов.

Канал процентных ставок достаточно хорошо работает в России, при этом сохраняется потенциал для его дальнейшего усиления по мере повышения роли депозитных и кредитных операций в формировании сбережений и заимствований в экономике. Этому будет способствовать дальнейшее развитие финансового рынка, повышение доверия к нему и расширение практики использования финансовых услуг хозяйствующими субъектами в России, в том числе под воздействием мер, принимаемых Банком России.

Изменение процентных ставок также отражается на стоимости активов, которыми обладают компании и домашние хозяйства, и, следовательно, на оценке ими собственного финансового положения, а также на возможности брать в долг под обеспечение имеющимися активами. Активы, как финансовые (акции, облигации), так и нефинансовые (недвижимость), в периоды снижения ставок растут в цене, а в периоды роста ставок – дешевеют. Это, в свою очередь, влияет на решения собственников активов о потреблении, сбережениях и инвестициях, что в итоге транслируется в динамику внутреннего спроса. В России этот механизм пока работает слабо, с учетом того, что значительная часть населения не является постоянным участником финансового рынка, не имеет вложений в активы, а в деловых практиках реального сектора ограничено применяются операции с ликвидными залогами, цены которых существенно зависят от уровня ставок.

Роль данного канала постепенно будет возрастать по мере расширения спектра и доступности финансовых продуктов и услуг, развития инфраструктуры финансового рынка, повышения финансовой грамотности его участников, а также увеличения благосостояния российских граждан.

Процентные ставки внутри страны оказывают влияние на валютный курс через изменение привлекательности российских активов относительно зарубежных. При этом наряду со ставками воздействие на валютный курс оказывает широкий набор факторов, в том числе со стороны внешних условий. Как отмечено выше, динамика валютного курса отражается на стоимости импортных товаров, которые входят в потребительскую корзину, и, таким образом, на инфляции. Косвенный эффект изменений валютного курса связан с его влиянием на ценовую привлекательность отечественной продукции относительно импортной, которое приводит к изменению спроса и цен на эти группы товаров. Учитывая существенную долю импортных товаров в потребительской корзине в России, валютный курс является значимым фактором динамики цен. Эффект переноса изменения валютного курса в цены оценивается в 0,10–0,15%, то есть при изменении валютного курса на 1% общая инфляция изменяется на 0,10–0,15 п.п., что происходит в течение нескольких месяцев. При этом влияние пока является несимметричным: потребительские цены в большей мере реагируют на ослабление рубля, чем на его укрепление. Это связано с характером инфляционных ожиданий, которые еще остаются более чувствительными к факторам, оказывающим повышательное давление на цены, чем к факторам противоположного действия. По мере закрепления инфляционных ожиданий на низком уровне и повышения доверия к политике Банка России по поддержанию ценовой стабильности влияние колебаний валютного курса на ди-



намику цен будет снижаться, как и степень асимметричности эффекта переноса (когда цены товаров сильнее реагируют на ослабление рубля, чем на его укрепление). Этому также будет способствовать продолжение постепенного снижения доли импорта в потреблении.

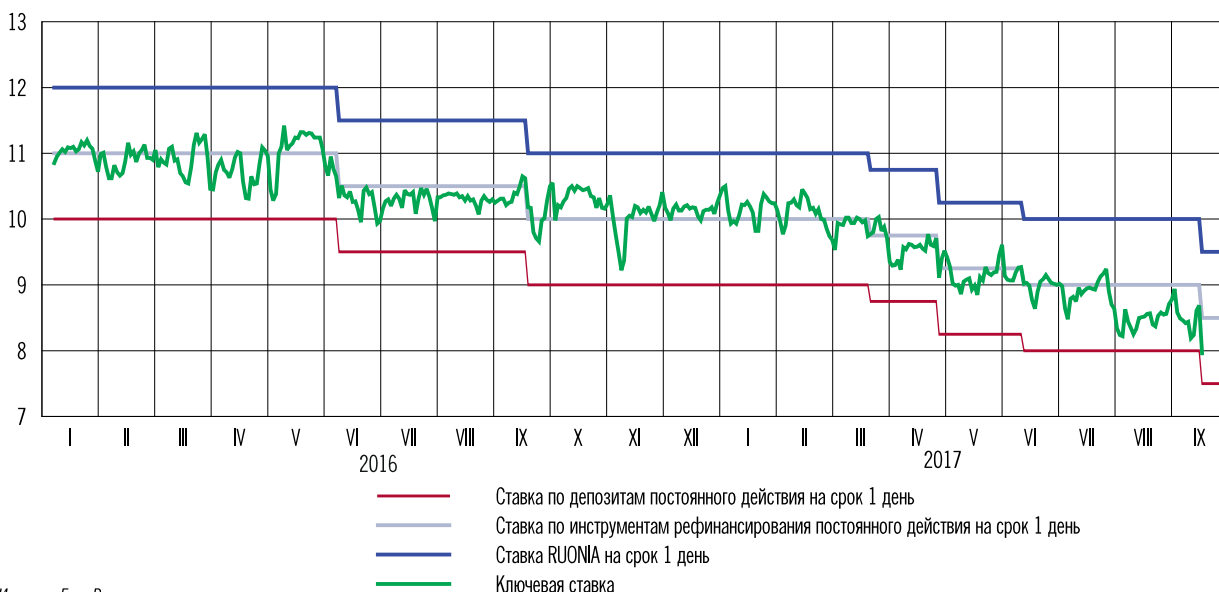
Меры центрального банка оказывают воздействие на инфляцию и экономические процессы в целом как через процентные ставки, так и через влияние на ожидания участников финансового рынка, предприятий и домашних хозяйств в отношении динамики цен и изменения финансовых условий. Этот канал играет важную роль, особенно учитывая, что наряду с изменением ключевой ставки приобретают значение прогнозы центрального банка, а также комментарии и заявления его представителей. В России возрастает роль информационных сигналов центрального банка при формировании ожиданий по динамике ставок на финансовом рынке, что позволяет оказывать дополнительное влияние на кривую доходности. При этом политика Банка России, в том числе публикуемые прогнозы, пока еще слабо влияет на инфляционные ожидания участников

экономики, которые в основном ориентируются на прошлую или текущую динамику цен. Сохраняется большой потенциал для усиления действия данного канала, чему будет способствовать последовательная денежно-кредитная политика Банка России по закреплению инфляции вблизи 4%, сопровождаемая активной коммуникацией и разъяснительной работой.

### Работа первого звена трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: формирование ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки

В 2017 г. происходила достаточно четкая передача сигнала от ключевой ставки к ставкам денежного рынка, что является операционной целью денежно-кредитной политики. Однодневные ставки межбанковского рынка MIACR и RUONIA формировались вблизи ключевой ставки: в январе-августе их среднее абсолютное отклонение от нее составляло соответственно 0,19 и 0,21 п.п. (как и в целом в 2016 г.). При

Процентный коридор Банка России и ставка RUONIA на срок 1 день в 2016-2017 гг. (% годовых)



Источник: Банк России.

этом сохранялась высокая активность совершения операций между кредитными организациями на всех сегментах денежного рынка. В январе-августе 2017 г. обороты сегмента овернайт межбанковского рынка в среднем находились около отметки 450 млрд руб., обороты в смежных сегментах однодневных свопов и репо – около 1700 и 800 млрд руб. соответственно. Такой существенный объем операций на денежном рынке по ставкам, близким к ключевой, свидетельствует о том, что банки имеют основания рассматривать ключевую ставку в качестве отправной точки для определения процентных ставок по другим финансовым операциям, в том числе на более длительные сроки и для различных категорий участников финансового рынка (поскольку, как отмечено выше в данном разделе, операции в разных сегментах финансового рынка являются альтернативой друг другу). Сохранение высокой активности банков на денежном рынке отражает нормальную работу первого звена трансмиссионного механизма. При этом, как отмечено выше, Банк России формирует операционную цель денежно-кредитной политики именно для рынка МБК, принимая во внимание, что на ставки по операциям в смежных сегментах денежного рынка наряду с изменением ключевой ставки могут значимо влиять другие факторы, такие как колебания спроса на валюту и ценные бумаги.

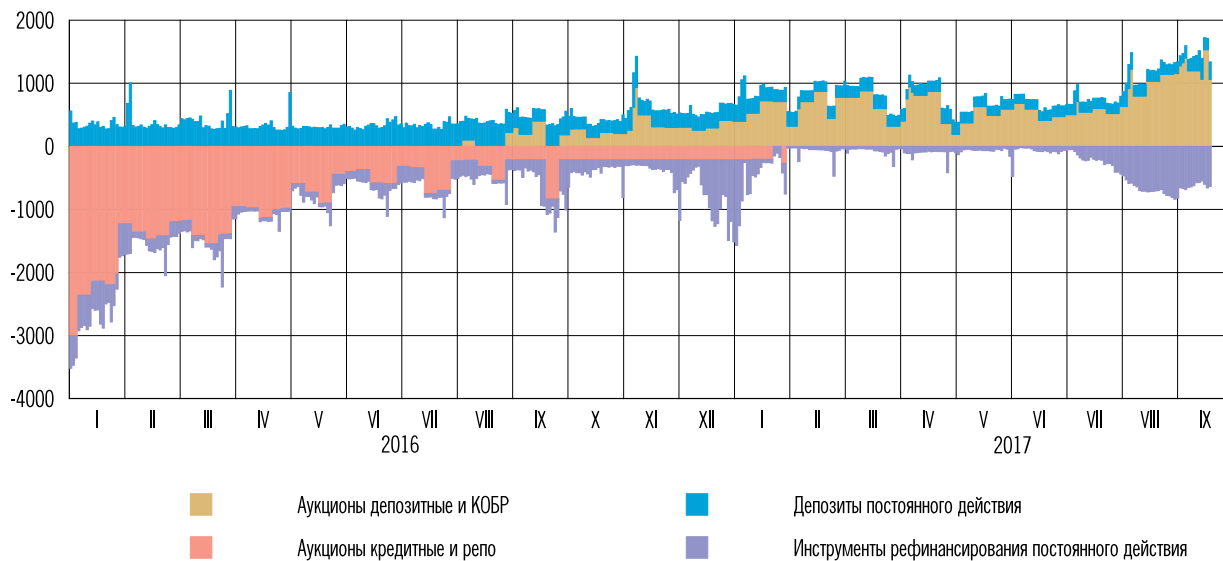
Важную роль в создании стимулов для формирования краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки играют система инструментов Банка России и совершаемые в ее рамках операции с кредитными организациями<sup>2</sup>. Направление основных операций Банка России зависит от состояния ликвидности банков-

ского сектора. В начале 2017 г. произошел переход от дефицита к профициту ликвидности банковского сектора – к ситуации, когда на корсчетах кредитных организаций в Банке России накапливается объем средств, превышающий их потребности для целей выполнения норматива обязательных резервов, а также для обслуживания текущих платежей и расчетов. Условия для этого перехода складывались в предыдущие два года под влиянием длительного и масштабного расходования ранее накопленных средств Резервного фонда. Заметный вклад в формирование профицита ликвидности внесли и мероприятия по санации банков, в рамках которых осуществлялась выдача средств через Агентство по страхованию вкладов при действовавшем ранее механизме, а также предоставление Агентству по страхованию вкладов кредитов для выплат компенсаций вкладчикам банков с отозванной лицензией. Учитывая, что приток ликвидности в банковский сектор оказывает понижающее давление на ставки денежного рынка, Банк России для их сохранения вблизи ключевой ставки проводит операции по абсорбированию избыточной ликвидности. При этом данные операции не оказывают влияния на способность банков осуществлять кредитование или совершать иные виды сделок в рамках своей деятельности (см. Приложение 10).

Банк России с IV квартала 2016 г. перешел к регулярному проведению депозитных аукционов. В январе-августе 2017 г. посредством этих операций Банк России в среднем еженедельно абсорбировал около 640 млрд руб. избыточных средств. При этом величина лимита на конкретных аукционах могла существенно изменяться от недели к неделе, что связано с высокой волатильностью, свойственной факторам формирования ликвидности – в первую очередь, изменению наличных денег в обращении и бюджетным потокам. Например,

<sup>2</sup> Описание системы инструментов денежно-кредитной политики Банка России размещено на официальном сайте Банка России в сети Интернет ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)) в разделе «Денежно-кредитная политика» (материал «Система инструментов денежно-кредитной политики»).



**Операции Банка России по абсорбированию избыточной ликвидности  
и рефинансированию кредитных организаций (млрд руб.)**

Источник: Банк России.

в отдельные периоды отток средств из банковского сектора достигал 700–800 млрд руб., что требовало соответствующей корректировки лимита депозитных аукционов.

Для смягчения влияния на потребность банков в ликвидности высокой волатильности факторов ее формирования используется механизм усреднения обязательных резервов. Он позволяет кредитным организациям поддерживать обязательные резервы на корсчетах в Банке России в соответствии с нормативом в среднем за период, составляющий четыре или пять недель<sup>3</sup>, а не каждый день. Это дает возможность кредитным организациям в рамках установленного норматива гибко управлять объемом средств на корсчетах, снижая уровень в периоды оттока ликвидности и, напротив, повышая – в периоды существенного притока ликвидности. Текущие нормативы обязательных резервов (при возможности применения механизма усреднения к 80% объема средств на корсчетах) установлены на уровне, обеспечивающем банковскому

сектору высокую степень защиты от значительных и непредсказуемых изменений уровня ликвидности банковского сектора. В 2017 г. объем средств, которые кредитные организации должны были в среднем за период усреднения поддерживать на корсчетах, составлял 1,7–1,9 трлн руб. (еще 0,5 трлн руб. банки должны были держать на специальных счетах для хранения обязательных резервов, средства на которых банкам не доступны для текущих расчетов). Их было достаточно для того, чтобы банковский сектор мог нормально проводить платежи, связанные с изменениями наличных денег в обращении и бюджетными потоками. В связи с этим в текущем году реже, чем в 2016 г., возникала потребность в аукционах «тонкой настройки», которые проводятся в случае, если действия механизма усреднения недостаточно, чтобы сгладить изменения потребности кредитных организаций в ликвидности. Аукционы «тонкой настройки» проводились Банком России точно и не в каждом периоде усреднения.

На трехлетнем горизонте сохранится профицит ликвидности банковского сектора, ожидается увеличение его объе-

<sup>3</sup> График периодов усреднения публикуется ежегодно на официальном сайте Банка России в разделе «Денежно-кредитная политика», подразделе «График периодов усреднения обязательных резервов».

ма с 1,8–2,3 трлн руб. на конец 2017 г. до 2–3 трлн руб. по итогам 2020 года. Фактическая динамика будет зависеть прежде всего от объемов финансирования дефицита бюджета из средств суверенных фондов. Изменение механизма санации кредитных организаций, предполагающее переход к прямому участию Банка России в капитале кредитных организаций, не приведет к существенному изменению характера влияния мер по оздоровлению банковского сектора на процесс формирования банковской ликвидности.

В условиях профицита ликвидности Банк России продолжит проведение депозитных аукционов на регулярной основе, обеспечивая сохранение ставок МБК вблизи ключевой ставки. Наряду с аукционами, Банк России будет абсорбировать наиболее устойчивую часть избыточной ликвидности с помощью собственных трехмесячных купонных облигаций (КОБР), первый тестовый выпуск которых был проведен в августе 2017 года. Объем размещения составил 150 млрд рублей. По мере увеличения структурного профицита ликвидности объем абсорбирования средств за счет выпуска КОБР будет возрастать.

Банк России продолжит начатый в 2017 г. процесс постепенного сужения круга активов, которые могут служить обеспечением по операциям рефинансирования. Реализация этого решения будет происходить поэтапно, начиная со снижения поправочных коэффициентов/повышения дисконтов по отдельным группам активов. Банк России применяет так называемый контрциклический подход к набору активов, принимаемых в качестве обеспечения по операциям. Это значит, что данный набор расширяется при растущем дефиците ликвидности, когда большинство кредитных организаций обращаются к операциям рефинансирования центрального банка, и сужается – при профиците ликвидности, когда в основном кредитными органи-

ями востребованы операции абсорбирования ликвидности. Банк России использует данный подход в том числе для того, чтобы ограничить косвенное влияние, которое оказывает включение активов в список обеспечения по операциям центрального банка на оценку качества данных активов участниками рынка.

Продолжая работать в рамках сформированной в последние годы системы инструментов, Банк России будет предпринимать дальнейшие шаги по организации простого и удобного доступа банков к своим инструментам. Это будет реализовано в том числе через упрощение процедуры и повышение оперативности проведения операций, переход на электронный документооборот.

В частности, в 2017 г. повышение доступности инструментов было обеспечено за счет изменения временного регламента проведения операций, а именно продления времени приема заявлений и заключения сделок<sup>4</sup>. В конце 2017 – начале 2018 г. Банк России планирует упростить процедуру проведения депозитных и кредитных операций. Тогда любая кредитная организация сможет принять участие в депозитных операциях (ранее доступ к депозитным операциям был ограничен для ряда банков). При этом вместо прежней процедуры обмена заявками, которая требовала времени, банк сразу будет направлять средства на свой депозитный счет, не дожидаясь встречного действия от Банка России. Изменение внутренних процедур в Банке России приведет к тому, что депозитные соглашения и кредитные договоры с банками будут заключаться быстрее, а решения о внесении изменений в них смогут прини-

<sup>4</sup> В феврале 2017 г. время заключения сделок репо продлено с 17:00 до 18:00 мск. В мае 2017 г. продлено время подачи заявлений на получение кредитов: в электронном виде с 17:00 до 19:00 мск, в бумажном виде в Москве с 16:00 до 17:00 мск, в других регионах – с 16:00 до 19:00 местного времени.

маться более оперативно<sup>5</sup>. В Банке России также начата работа по созданию личных кабинетов кредитных организаций – контрагентов Банка России, на основе которых также будет осуществляться электронный документооборот.

Возможности банков по управлению средствами на корсчетах существенно расширятся с переходом на новую платежную систему, который намечен на конец 2018 года. Создание единого платежного пространства позволит банкам любого региона управлять средствами на корсчетах в течение всего операционного дня, а не только во время работы территориальных управлений или отделений Банка России, где у них или их филиалов открыты корсчета. Кроме того, кредитные организации смогут принимать участие в отдельном завершающем сеансе урегулирования ликвидности. В этом сеансе предусмотрено проведение платежей только банками. Это позволит им после проведения всех клиентских платежей урегулировать свою позицию по ликвидности, сформированную по итогам операционного дня, на межбанковском рынке, а также привлечь или разместить средства в Банке России. Новая платежная система не только повысит возможности банков по управлению своими средствами, но и будет способствовать усилению механизмов формирования ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки, то есть достижению операционной цели денежно-кредитной политики.

Для обеспечения бесперебойной работы денежного рынка и банковского сектора в целом, сохранения доверия его участников друг к другу Банк России принимает специальные меры для решения возможных временных проблем с ликвидностью у кредитных организаций. Для этого в 2017 г. Банк России ввел специальный

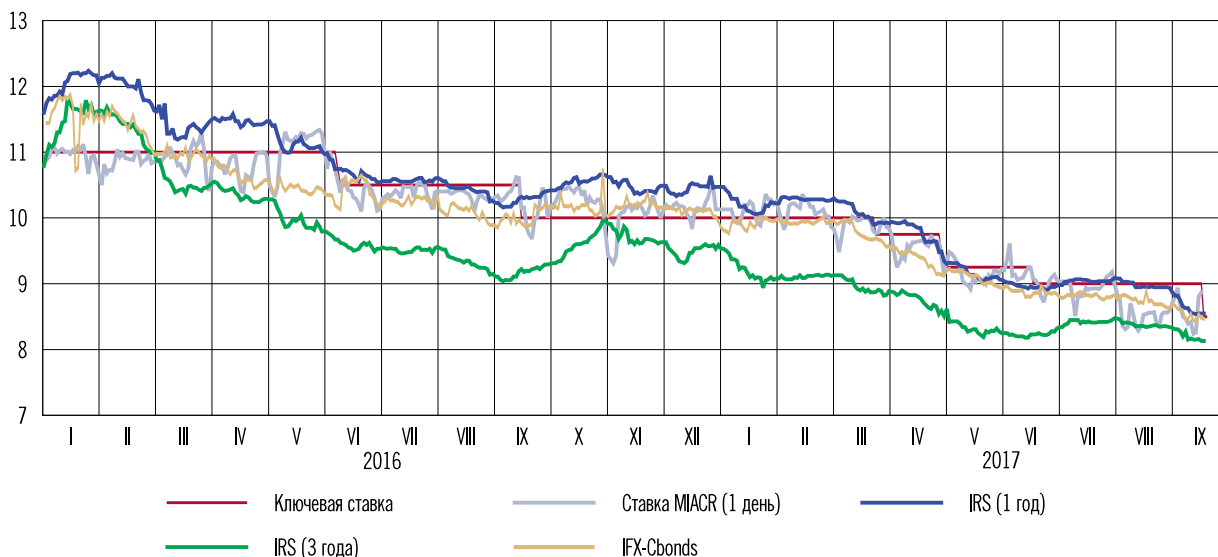
инструмент – механизм экстренной поддержки ликвидности кредитных организаций (МЭПЛ). Банк России будет применять этот механизм в исключительных случаях к банкам, испытывающим временные проблемы с ликвидностью, с учетом их финансовой устойчивости, а также системной значимости. МЭПЛ может использоваться только в случае, когда у банка отсутствуют иные источники привлечения средств, в том числе по инструментам денежно-кредитной политики. Решения о предоставлении средств принимаются Банком России в индивидуальном порядке. При этом Банк России не берет на себя обязательств предоставлять ликвидность в рамках этой программы любой обратившейся кредитной организации. Обязательным условием предоставления средств является наличие плана решения возникших проблем с ликвидностью (стратегии «выхода») в течение срока предоставления средств и положительная оценка возможности решения этих проблем со стороны Банка России. Наличие данного механизма позволит Банку России в случае необходимости оказать поддержку финансово стабильному банку и предотвратить развитие негативных тенденций на денежном и финансовом рынках в целом, обеспечивая бесперебойную работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

### **Изменения в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики**

Изменение краткосрочных ставок денежного рынка вслед за ключевой ставкой с разной скоростью и в разных пропорциях транслируется в процентные ставки по операциям на более длительные сроки во всех сегментах финансового рынка. При этом их динамика также в значительной мере зависит от ожиданий участников рынка в отношении дальнейшего движения ключевой

<sup>5</sup> По оценкам, максимальный срок заключения депозитных договоров с банками сократится с 15 до 10 дней.

### Динамика котировок процентных деривативов и доходности корпоративных облигаций (% годовых)



Источники: Банк России, Bloomberg, Cbonds.

ставки, которые в том числе формируются под влиянием риторики центрального банка. В 2017 г. заметно возросла роль информационных сигналов Банка России, их влияние на процентные ставки по операциям на длительные сроки усилилось. В IV квартале 2016 г. и в первые месяцы 2017 г. при сохранении ключевой ставки неизменной сформировались ожидания ее уменьшения под воздействием соответствующих информационных сигналов в пресс-релизах по итогам заседания Совета директоров Банка России. Это отражалось в котировках процентных деривативов<sup>6</sup>, которые плавно снижались под влиянием изменения ожиданий. В том же направлении корректировалась и доходность облигаций, что влияло на стоимость привлечения средств корпоративными заемщиками.

Наряду с усилением роли информационных сигналов Банка России в формировании кривой доходности на финансовом рынке, в 2017 г. в российском финансовом секторе наблюдаются определенные тенденции, влияющие на механизмы фор-

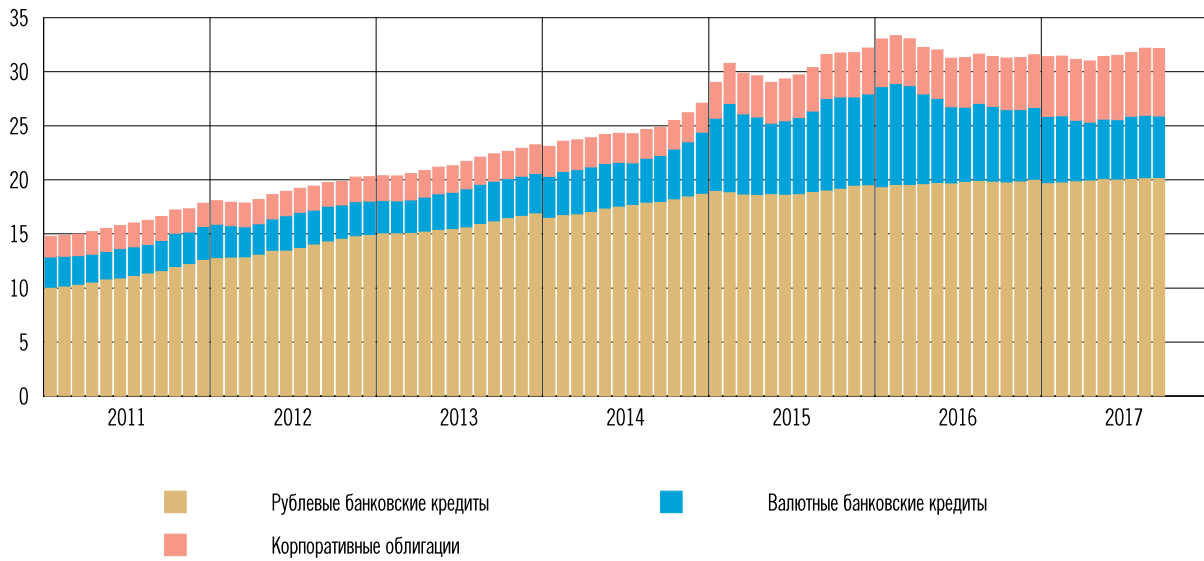
мирования стоимости заимствований для конечных заемщиков, депозитные ставки и, соответственно, трансмиссию денежно-кредитной политики.

Одной из таких тенденций является повышение роли облигаций и снижение роли кредитов как в формировании портфелей банков, так и в осуществлении заимствований предприятиями реального сектора. В частности, за январь-август 2017 г. компании нарастили обязательства по облигациям на 914 млрд руб. (кредитные организации выкупили облигации более чем на 550 млрд руб, что превышает прирост кредитов предприятиям со стороны банков за тот же период)<sup>7</sup>. Облигации отличаются от кредитов относительно высокой ликвидностью, поэтому новая информация в течение нескольких дней транслируется в котировки облигаций, влияя как на доходы инвесторов, так и на стоимость привлечения средств посредством выпуска облигаций. В результате на рынке облигаций изменения денежно-кредитной политики отражаются намного быстрее, чем

<sup>6</sup> Котировки процентных деривативов отражают ожидания участников рынка относительно будущей траектории ключевой ставки.

<sup>7</sup> При этом доля корпоративных облигаций в активах кредитных организаций пока оставалась более чем в 20 раз ниже доли кредитов.

### Структура обязательств российского корпоративного сектора (трлн руб.)



Источники: Банк России, Cbonds.

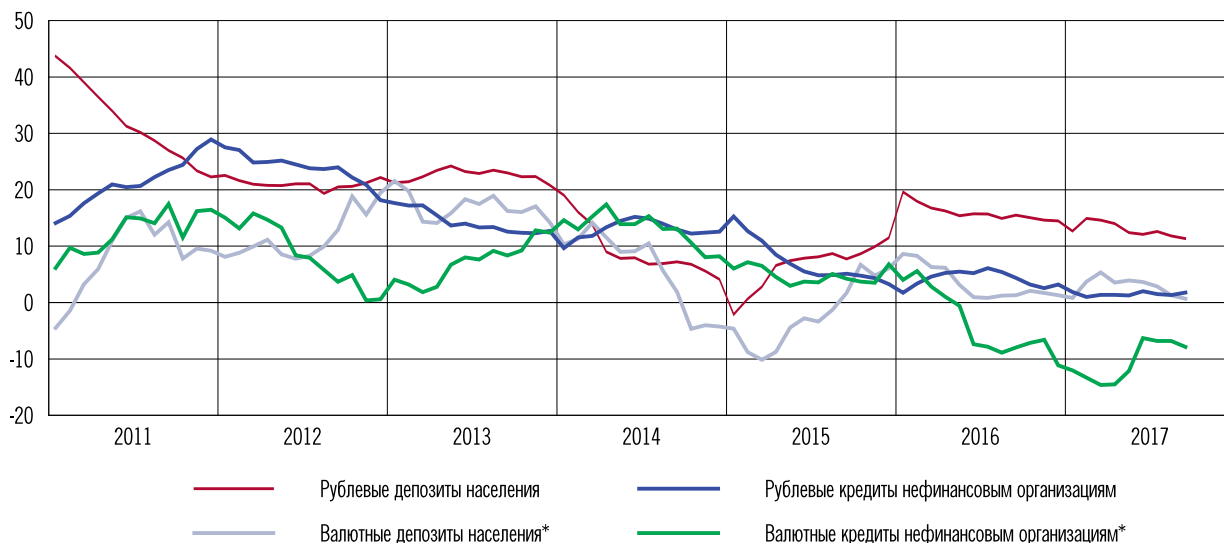
на кредитном рынке, где из-за длительного периода согласования условий каждого отдельного кредитного договора кредитные ставки могут реагировать на изменение ключевой ставки с лагом в несколько месяцев. Поэтому растущая роль облигаций в российском финансовом секторе способствует ускорению трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики на ставки по заимствованиям конечных заемщиков.

В ближайшие годы можно ожидать сохранения тенденции к замещению кредитов облигациями. Этому будут способствовать, с одной стороны, совершенствование финансовой политики предприятий и более активное использование ими рынка ценных бумаг в качестве источника заимствований, а с другой – усиление вовлеченности в операции на данном рынке населения, которое станет рассматривать облигации как альтернативу банковским депозитам. Указанные процессы будут поддерживать расширение финансовой грамотности и доступности финансовых услуг всем участникам рынка. Важную роль будут играть и действия Банка России, направленные на развитие рынка облигаций, повышение его транспарентности и эф-

фективности, расширение возможностей по выпуску ценных бумаг, обеспеченных портфелями активов. По мере расширения рынка облигаций влияние денежно-кредитной политики на параметры операций конечных заемщиков продолжит усиливаться. Этому также будет способствовать развитие финансовых инструментов с плавающими ставками, привязанными к ключевой ставке Банка России. В частности, такой подход применяется Банком России в отношении собственных инструментов на длительные сроки для того, чтобы обеспечить более оперативное изменение процентных ставок по ним при повышении или снижении ключевой ставки.

Деолларизация банковских активов и обязательств – еще одна устойчивая тенденция в финансовом секторе, сохранявшаяся в 2017 году. Объемы валютных операций на всех основных сегментах кредитно-депозитного рынка росли медленнее, чем объемы аналогичных рублевых операций, а по некоторым категориям валютных операций происходило снижение объемов. В результате долларизация депозитов населения и организаций устойчиво приближалась к локальным миниму-

### Годовые темпы прироста отдельных элементов банковских активов и обязательств (%)



\* В долларовом эквиваленте.  
Источник: Банк России.

мам 2013 года. Снижение долларизации происходило в первую очередь за счет изменения объемов операций, а не валютной переоценки, учитывая, что курс рубля в 2017 г. был ниже, чем в 2013 году. Увеличение долей рублевых активов и обязательств участников финансового рынка, ставки по которым определяются денежно-кредитной политикой Банка России, создаст условия для усиления в перспективе ее влияния на решения хозяйствующих субъектов о потреблении, сбережениях, заимствованиях и в конечном счете на внутренний спрос и инфляцию.

Благодаря осторожному подходу Банка России к снижению ключевой ставки депозитные ставки понижались плавно. На протяжении 2016–2017 гг. они превышали фактический уровень инфляции, сохраняя привлекательность для частных вкладчиков. Это сдерживало отход населения от сберегательной модели поведения, сопровождавший восстановление экономической активности. Годовые темпы прироста депозитов населения хотя и постепенно снижались, но не опускались ниже 8%, что заметно опережает рост остатков на банковских счетах организаций.

Еще одним важным фактором, определяющим ситуацию на кредитном и депозитном рынках в 2017 г., является неоднородность и неустойчивость снижения инфляционных ожиданий и связанная с этим оценка банками процентного риска, что отражается на динамике процентных ставок на разные сроки. Банки быстрее снижали ставки по долгосрочным операциям, но на депозитном рынке это опережение было немного более выраженным. Средняя ставка по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям в мае 2017 г. была на 126 б.п. ниже, чем в IV квартале 2016 г., а по долгосрочным кредитам – на 136 пунктов. За тот же период по долгосрочным депозитам населения ставки снизились на 68 пунктов, а по краткосрочным – только на 56 пунктов. Такая динамика ставок связана с тем, что источником процентного риска могут быть как долгосрочные депозиты, привлеченные по высоким ставкам (при закреплении инфляции вблизи 4% и снижении ключевой ставки Банком России), так и долгосрочные кредиты, выданные по более низким ставкам (в случае, если замедление инфляции сменится ее ускорением). По мере закрепления инфляции вблизи 4% оценка



банками процентных рисков, включаемых в долгосрочные кредитные ставки, будет уменьшаться, что приведет к их устойчивому снижению и сокращению спреда между долгосрочными кредитными и депозитными ставками.

Предпосылки для снижения долгосрочных кредитных ставок создает и сохраняющийся потенциал для дальнейшего уменьшения ключевой ставки Банком России в ближайшие годы с текущего уровня 8,50% до 6,50–7,00% годовых. По оценкам Банка России, этот уровень ключевой ставки соответствует равновесной в российских условиях реальной ставке процента 2,50–3,00%. При такой реальной ставке процента инфляция будет сохраняться вблизи 4% при условии, что инфляционные ожидания существенно не реагируют на проинфляционные факторы. Снижение ключевой ставки до указанных уровней станет возможным по мере уменьшения инфляционных ожиданий. При наличии уверенности участников рынка в отношении динамики будущей инфляции это могло бы создать предпосылки к формированию кредитных ставок на длинные сроки ниже ставок на короткие сроки в однородных сегментах рынка.

Еще одной особенностью формирования денежно-кредитных условий в 2017 г., как и в 2016 г., является сохраняющийся консервативный подход участников финансового рынка к оценке рисков и, соответственно, низкая склонность к риску кредиторов и заемщиков. Банки продолжали проводить жесткий отбор заемщиков (смягчая неценовые условия кредитования довольно медленно). Заемщики, в свою очередь, избегали чрезмерного наращивания долговой нагрузки, накопленный уровень которой оставался относительно высоким как для экономики в целом, так и для компаний реального сектора (см. Приложение 8). Домашние хозяйства в основном придерживались сберегательной модели,

чему способствовали положительные реальные процентные ставки, а начавшееся в 2017 г. увеличение потребления в основном происходило за счет роста доходов. Перечисленные факторы, наряду с умеренно жесткой денежно-кредитной политикой, формировали условия для сдержанного восстановления кредитной активности, не приводящей к формированию рисков в реальном и финансовом секторах, а также инфляционного давления. На текущем этапе консерватизм участников экономических отношений во многом оправдан и создает предпосылки для сбалансированного восстановления экономики и закрепления инфляции вблизи 4%.

### **Меры Банка России, способствующие улучшению работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики**

В дальнейшем повышению четкости и увеличению широты передачи импульса от ключевой ставки к процентным ставкам в экономике, усилению роли информационных сигналов Банка России будут способствовать развитие и укрепление устойчивости финансового рынка. Банк России предпринимает действия, направленные на повышение его ликвидности, расширение круга участников, снижение издержек и кредитных рисков по совершаемым сделкам, совершенствует правовые основы его регулирования.

В 2017 г. для повышения ликвидности денежного рынка Банк России оказал содействие запуску нового сегмента денежного рынка Московской Биржи, обеспечением на котором выступают клиринговые сертификаты участия (КСУ). Запуск сделок с КСУ будет способствовать снижению издержек участников рынка за счет сокращения затрат на работу с обеспечением по сделкам, учитывая, что КСУ позволяет объединить имущество в пуле активов



и снизить число трансакций с ним. Кроме того, принято решение о допуске на денежный рынок корпоративных участников<sup>8</sup>, что создаст условия для более эффективного перераспределения средств на нем, в том числе с участием некредитных финансовых организаций.

Кроме того, с июня 2017 г. сделки репо с Банком России стали заключаться на Московской Бирже с системой управления обеспечением через Национальный расчетный депозитарий. Таким образом, у кредитных организаций появилась возможность и здесь работать с корзиной обеспечения, то есть подавать на участие в репо с Банком России одну заявку, а не несколько заявок по разным видам принимаемых ценных бумаг, и при необходимости заменять переданные в обеспечение ценные бумаги.

Банк России проводит мероприятия по развитию рынка производных финансовых инструментов (ПФИ). В 2017 г. Банк России продолжил осуществлять оценку качества формирования финансовых индикаторов и их администраторов на финансовом рынке, поскольку их надежность чрезвычайно важна для развития срочного рынка и появления инструментов хеджирования рыночных рисков с использованием указанных индикаторов<sup>9</sup>.

Банк России также проводит реформу внебиржевого рынка ПФИ<sup>10</sup>, которая на-

правлена на повышение устойчивости данного сегмента рынка и расширение круга его участников. В частности, этому будет способствовать перевод стандартизированных внебиржевых деривативов на централизованный клиринг, что позволяет минимизировать кредитные риски по сделкам. При этом для внебиржевых ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг, планируется введение маржинальных требований, которые предполагают внесение залога участниками рынка по занятым позициям. Это снижает чувствительность рынка к действию негативных внешних факторов за счет снижения числа необеспеченных открытых позиций и возможности использования обеспечения для покрытия обязательств по сделкам. Расширение круга участников и снижение рисков рынка ПФИ будут способствовать повышению ликвидности рынка процентных деривативов, которые отражают усредненные ожидания будущих процентных ставок всех участников рынка, что усилит доверие к ним.

Наряду со ставками Банка России, ожиданиями их изменения, макроэкономическими, в том числе инфляционными рисками, на ставки по кредитным и депозитным операциям банков влияет широкий спектр других факторов: кредитные риски по конкретным заемщикам, трансакционные издержки, уровень конкуренции на конкретном сегменте рынка (см. Приложение 7). Действия Банка России по обеспечению устойчивости финансового сектора, повышению доступности финансовых услуг, стимулированию технологического развития российской финансовой системы<sup>11</sup>, помимо прочего, обеспечивают снижение трансакционных издержек, операционных

<sup>8</sup> В январе 2017 г. Банк России зарегистрировал соответствующую редакцию правил допуска к участию в торгах Московской Биржи.

<sup>9</sup> Так, в 2016 г. Банк России принял решение о признании удовлетворительным качества формирования финансового индикатора MOEX USD/RUB FX FIXING и качества функционирования его администратора ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС». В 2017 г. также были признаны удовлетворительными качество формирования финансового индикатора MosPrime Rate и качество его администратора СПО «Национальная финансовая ассоциация». Данный индикатор широко используется участниками рынка в качестве базиса процентных деривативов.

<sup>10</sup> В соответствии с обязательствами России, принятыми в рамках G20.

<sup>11</sup> В том числе разработка стандартизированных подходов к дистанционному обслуживанию физических лиц и кредитованию МСП, развитие электронного документооборота (подробнее – см. раздел II.2 Годового отчета Банка России за 2016 г.).

рисков участников рынка и повышение эффективности их деятельности. На это же направлены меры Банка России по стимулированию конкуренции в финансовом секторе, а также оптимизации регуляторной нагрузки в соответствии с масштабом деятельности (в частности, через готовящее-

ся внедрение системы пропорционального регулирования банков). В результате можно ожидать повышения прозрачности ценообразования на кредитном и депозитном рынках, что будет способствовать четкости передачи сигнала от ключевой ставки к финансовому сектору и далее в экономику.

### 3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2017 ГОДУ

#### Денежно-кредитная политика Банка России в 2017 году – преимущество подхода

В период мощных внешних шоков, продолжавшихся вплоть до I квартала 2016 г., для Банка России на первом плане стояла задача обеспечения финансовой стабильности наряду со снижением инфляции с высоких уровней, при этом не допуская чрезмерного охлаждения российской экономики. По мере стабилизации ситуации, адаптации экономики к негативным внешним условиям, проявления восстановительных процессов в 2016 г. Банк России в основном мог сконцентрироваться на задаче снижения инфляции и закрепления ее вблизи 4%. Задачи сохранения финансовой стабильности и оценка рисков экономического спада оставались объектом пристального внимания Банка России, но они уже не стояли настолько остро, как в предыдущие два года.

При этом Банк России постепенно создавал предпосылки для формирования устойчивой тенденции к снижению темпов роста потребительских цен, поддерживая умеренно жесткие денежно-кредитные условия. Учитывая, что решения по ключевой ставке отражаются на динамике инфляции на горизонте одного года – полутора лет, произошедшее снижение темпов роста потребительских цен к уровням, близким к 4%, в 2017 г. является также результатом денежно-кредитной политики, проводившейся и в 2016 году.

В 2017 г. Банк России проводит денежно-кредитную политику, следуя принципам,

заявленным ранее в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики, и учитывая складывающиеся экономические тенденции.

Банк России по-прежнему придерживается взвешенного подхода к принятию решений, основанного на оценке баланса рисков. Это значит, что, обеспечивая снижение и закрепление инфляции вблизи 4%, Банк России учитывает влияние ключевой ставки на стабильность финансового и реального секторов экономики и стремится внести вклад в создание условий для устойчивого экономического роста, не сопровождающегося накоплением рисков и дисбалансов.

Элементом взвешенного подхода также является опора в принятии решений на долгосрочные тенденции и факторы длительного действия, а не краткосрочные события. Эффекты действия различных факторов оцениваются Банком России в рамках макроэкономического прогноза. При этом Банк России придерживается консервативного взгляда при формировании предпосылок макроэкономического прогноза, что предупреждает недооценку рисков как для инфляции, так и для экономического роста при принятии решений по ключевой ставке.

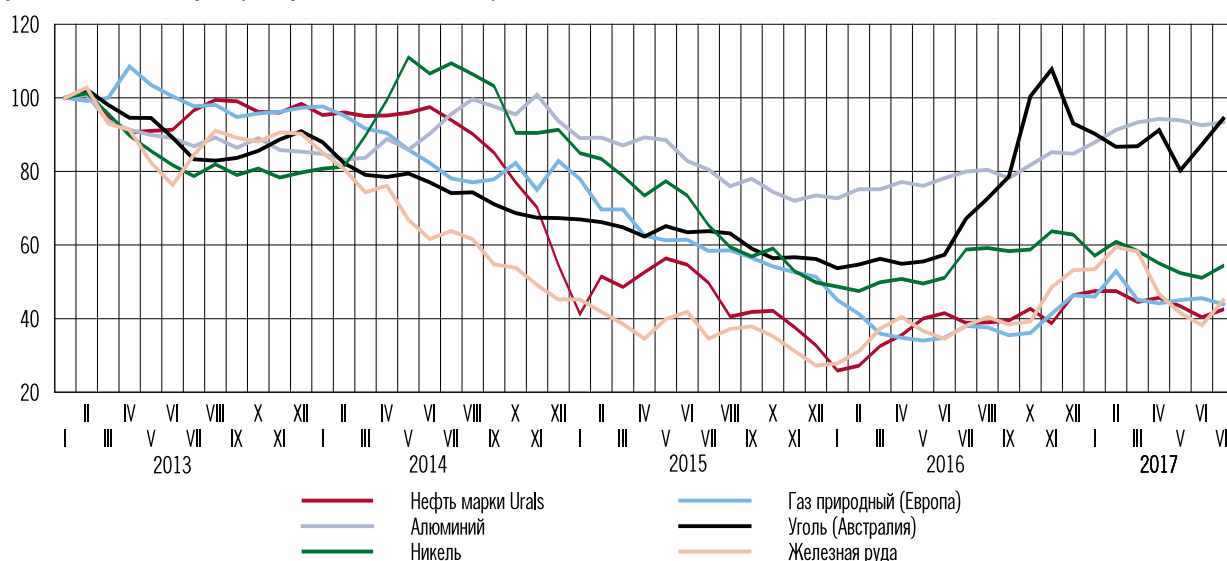
Кроме того, Банк России придает большое значение последовательности и прозрачности своих действий, что способствует формированию не только ценовой стабильности, но и предсказуемости изменения финансовых условий и формированию доверия к политике центрального банка.

## Оценка внешнеэкономических факторов

Хотя череда крупных внешних шоков завершилась в начале 2016 г., конъюнктура мировых финансовых и товарных рынков оставалась одним из основных источников неопределенности, в том числе на фоне внешнеполитических событий, перехода ФРС США к нормализации своей политики и сопутствующего изменения ожиданий,

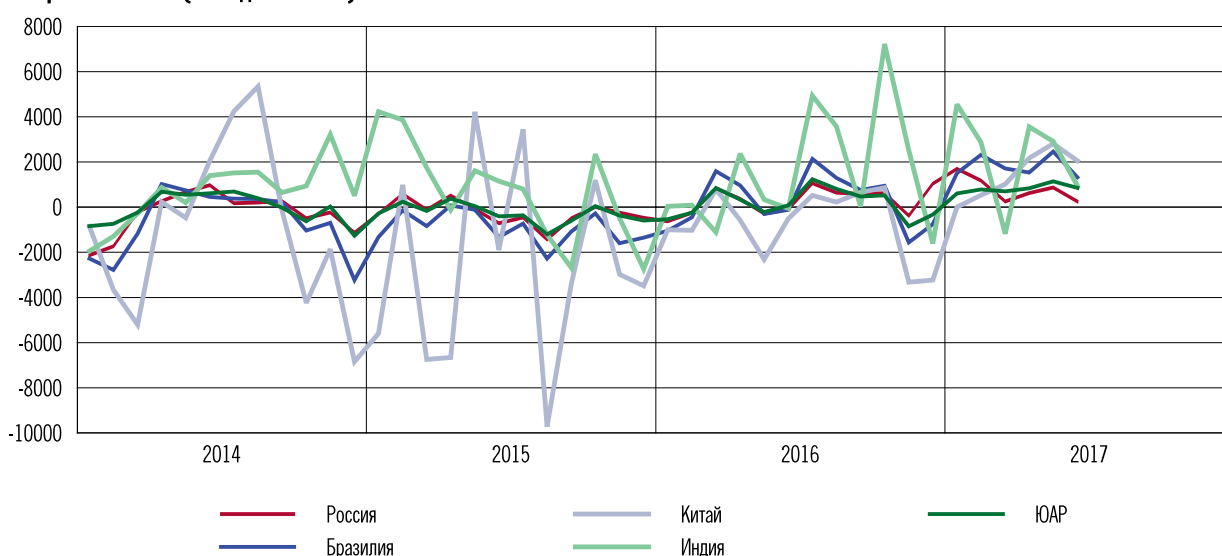
неоднозначности оценки перспектив развития экономики Китая. Важным фактором, оказавшим влияние на динамику глобальных рынков энергоносителей, стало заключение между странами – экспортерами нефти соглашения об ограничении ее добычи в декабре 2016 г. и его продление в июне 2017 года. Достаточно высокая дисциплина соблюдения установленных ограничений участниками соглашения оказывала заметную поддержку ценам на нефть

**Динамика мировых цен на основные товары  
российского экспорта (январь 2013 г. = 100%)**

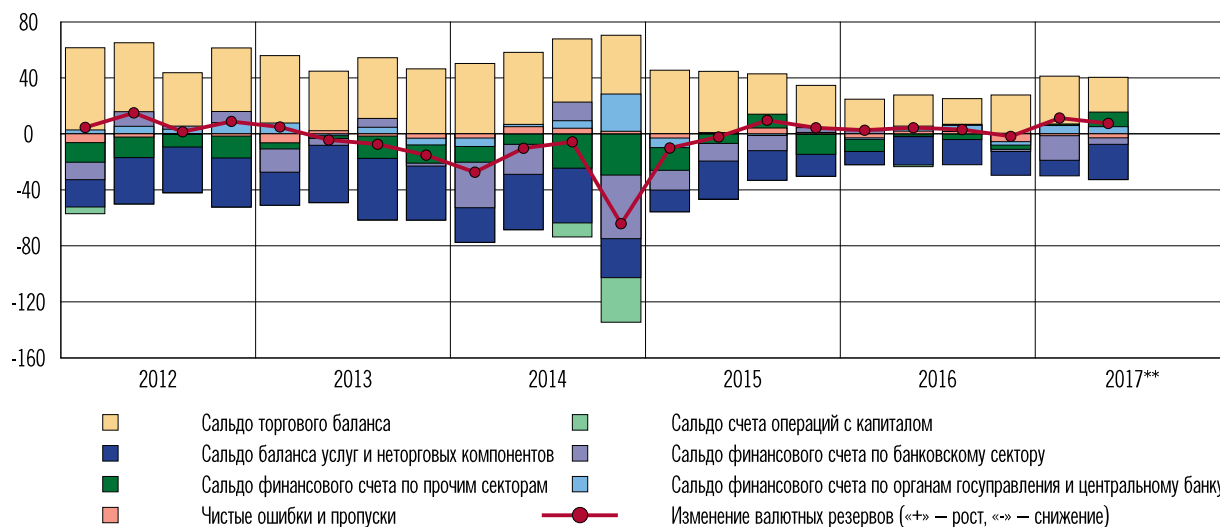


Источники: Всемирный банк, Thomson Reuters (цена на нефть марки Urals).

**Динамика потоков портфельных иностранных инвестиций  
в страны БРИКС (млн долл. США)**



Источник: EPFR Global.

Динамика основных компонентов платежного баланса\*  
(млрд долл. США)

\* В знаках РПБ5.

\*\* Данные за II квартал 2017 г. – оценка Банка России.  
Источник: Банк России.

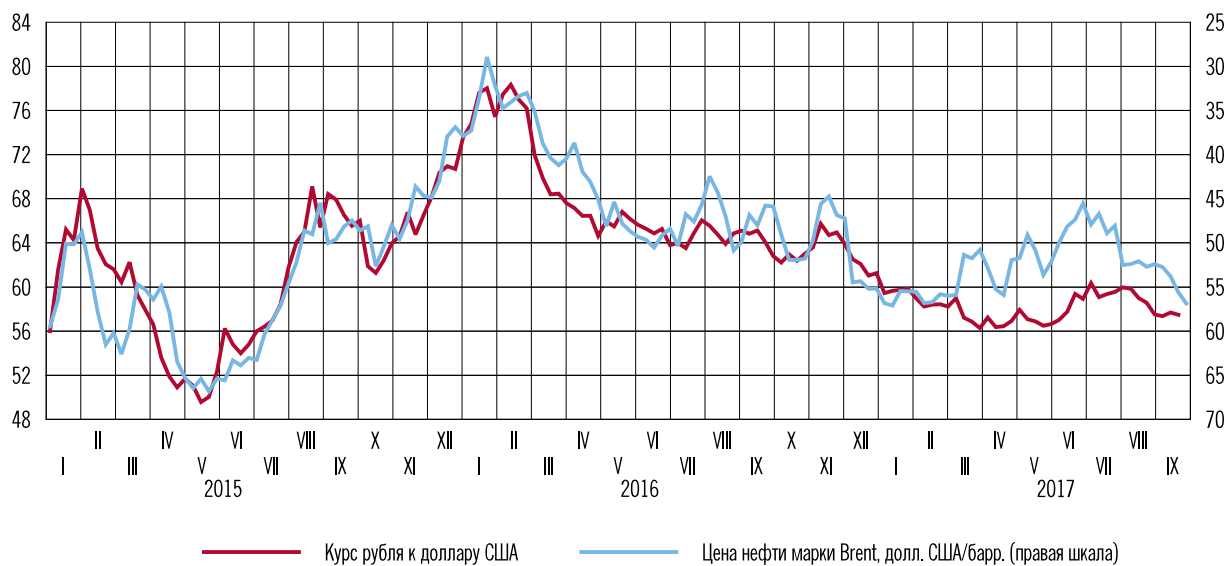
на протяжении 2017 года. В январе-августе 2017 г. она сложилась в среднем на уровне около 50 долл. США за баррель. Вместе с тем, придерживаясь консервативного подхода, Банк России продолжал опираться в своих решениях по ключевой ставке на базовый сценарий с ценой на нефть 40 долл. США за баррель<sup>1</sup>, учитывая ряд факторов, которые в перспективе создавали предпосылки к формированию равновесия на рынке нефти при ценах существенно ниже текущих. Среди них – быстрый рост добычи на сланцевых месторождениях США, возможное восстановление добычи со стороны Ливии и Нигерии, риски существенного замедления экономики Китая. Кроме того, точкой неопределенности в середине года являлись перспективы самих соглашений об ограничении добычи, которые первоначально действовали до июня (теперь эта точка сместилась на март 2018 г.). Высокая вероятность коррекции цен на нефть создавала риски увеличения курсовых, инфляционных ожиданий, что могло привести

к ускорению инфляции, снижению привлекательности сбережений в рублях, что требовало от Банка России осторожного подхода к снижению ключевой ставки в 2017 году.

Еще одним внешним фактором, который учитывал Банк России, был существенный рост интереса внешних инвесторов к вложениям в активы стран с формирующимися рынками, в том числе России, который сохранялся при небольших локальных колебаниях в течение всего года и способствовал сокращению отрицательного сальдо финансового счета платежного баланса. С одной стороны, формированию такой тенденции способствовало ослабление как опасений в отношении перспектив роста экономики Китая, так и в некоторой степени ожиданий существенного изменения макроэкономической, в том числе денежно-кредитной политики США после президентских выборов. С другой стороны, существенный приток портфельных инвестиций в Россию был также связан с ростом ее привлекательности относительно других стран с формирующимися рынками, в том числе на фоне последовательной макроэкономической политики, более раннего, чем прогнозировалось, запуска

<sup>1</sup> С июня 2017 г. в прогнозах рассматривается цена на нефть в реальном выражении, то есть в ценах 2017 г. с учетом индексации на инфляцию в странах – торговых партнерах России начиная с 2018 года.

### Динамика курса рубля и цены на нефть марки Brent



Источник: Thomson Reuters.

восстановительных процессов, снижения инфляции. В отдельные периоды года расширению притока капитала в Россию способствовало усиление ожиданий снижения ключевой ставки Банком России и, соответственно, роста фондовых рынков в России. Банк России внимательно отслеживал характер и объемы потоков капитала, оценивая их фактическую и ожидаемую реакцию на изменения ключевой ставки, а также возможные риски разворота потока капиталов для ценовой и финансовой стабильности. В целом наблюдавшиеся процессы не создавали значимых угроз, учитывая в том числе заметное снижение волатильности курса рубля и его чувствительности к внешним факторам, включая динамику цен на нефть.

Тенденция к укреплению рубля, которая преобладала в январе-сентябре 2017 г., в основном сформировалась под влиянием фундаментальных факторов, определяющих спрос на национальную валюту через спрос на товары, услуги и финансовые активы страны. Основными факторами укрепления рубля в 2017 г. были повышательная динамика цен на нефть и сопутствующий приток валютной выручки экспортеров,

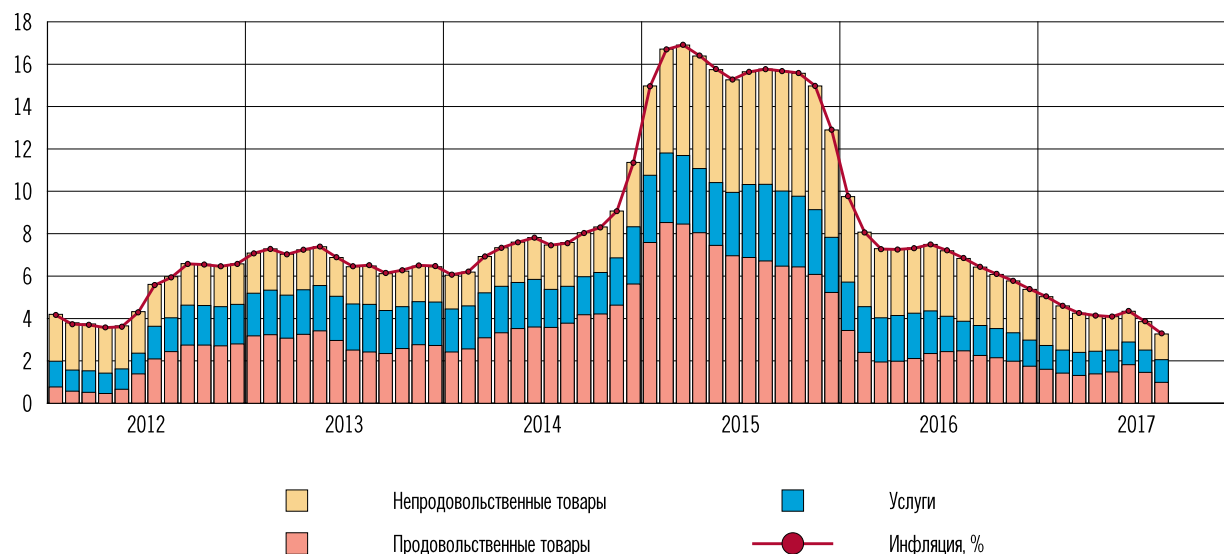
а также сохранение существенного положительного дифференциала процентных ставок внутри страны и за рубежом, что наряду со значительным улучшением ситуации в российской экономике способствовало повышению привлекательности России для инвесторов. Эпизоды краткосрочного и небольшого отклонения курса рубля от фундаментального в сторону укрепления под влиянием настроений и ожиданий на глобальных рынках, а также внутригодичных колебаний объемов продаж валютной выручки экспортерами не оказывали значимого влияния на внутренние условия в финансовом и реальном секторах.

Преобладающая в течение года тенденция к укреплению рубля внесла заметный вклад в снижение годовой инфляции. По оценкам, вклад укрепления рубля в снижение годовой инфляции в августе составил более 1 процентного пункта.

### Оценка действия временных факторов

Банк России закладывал консервативные предпосылки в прогноз и в части внутренних условий, особенно оценивая вли-



**Инфляция и ее компоненты****(в процентных пунктах к соответствующему периоду предыдущего года)**

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

яние временных факторов. По итогам хорошего урожая 2016 г. сформировались высокие запасы сельскохозяйственной продукции, которые привели к не характерной для этого времени года динамике цен на плодоовощную продукцию в первые месяцы 2017 года. Банк России учитывал данный эффект в прогнозах, но по факту темпы роста цен на данную группу товаров снизились более существенно, чем ожидалось.

Данный фактор, а также заметное укрепление рубля ускорили приближение инфляции к 4% относительно прогнозов Банка России. Уже в марте 2017 г. инфляция составила 4,3%, снизившись с 5,4% в декабре 2016 года. Вместе с тем Банк России принимал во внимание временную природу данных факторов в том смысле, что направление их действия может быстро смениться на противоположное. Именно поэтому в прогноз закладывались консервативные предпосылки по этим факторам. В частности, к лету укрепление рубля временно прекратилось. Кроме того, были исчерпаны запасы плодоовощной продукции, ухудшились виды на урожай в связи с неблагоприятными погодными условиями

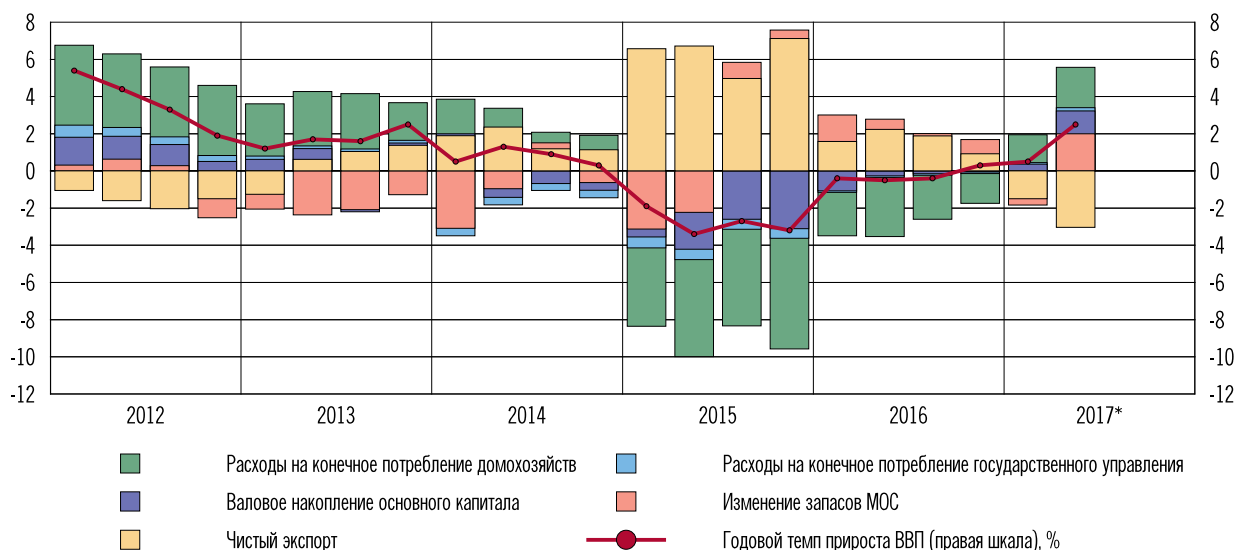
весеннего сева, что привело к временному ускорению роста цен на плодоовощную продукцию в мае-июне. В июле-августе поступление нового урожая овощей и фруктов, объемы которого превысили ожидания рынка, привело к снижению цен на них.

### Оценка факторов длительного действия

Надежной основой для последовательного замедления инфляции являются факторы длительного действия, которые Банк России рассматривал в первую очередь, принимая решение по ключевой ставке. К ним относятся характер и скорость восстановления потребительского спроса относительно возможностей производства, а также изменения инфляционных ожиданий населения и бизнеса.

Основным фактором длительного действия, который внес значимый вклад в снижение инфляции до уровней, близких к 4%, являлась сдержанная динамика потребительского спроса, которая формировалась под влиянием умеренно жестких денежно-кредитных условий. Восстановление потребительского спроса следовало за расшире-

### Структура прироста ВВП по элементам использования (в процентных пунктах к соответствующему кварталу предыдущего года)



\* II квартал 2017 г. — оценка Банка России в части компонентов использования ВВП.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

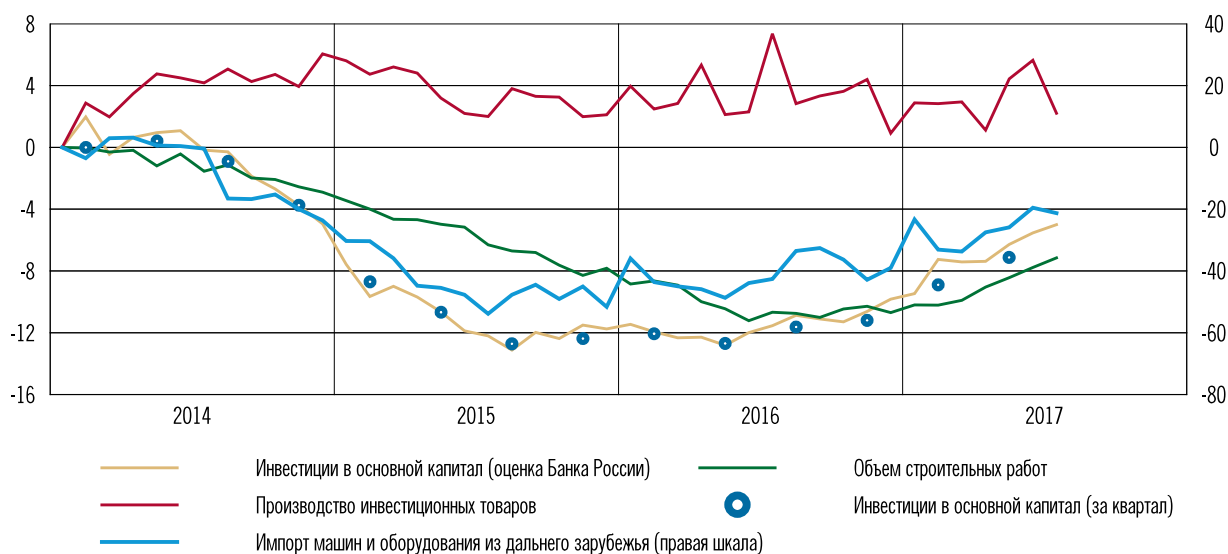
нием производства, но не опережало его, что создавало предпосылки для замедления темпов роста потребительских цен. Это отразилось в следующих тенденциях.

Российский производственный сектор продемонстрировал устойчивость и более выраженную способность адаптироваться к внешним шокам, что отражалось в менее глубоком спаде и более раннем запуске позитивных тенденций в динамике выпуска товаров и услуг (с III квартала 2016 г.), чем прогнозировалось. Это стало результатом действия комплекса факторов. Амортизирующую роль в острую фазу кризиса сыграл плавающий валютный курс, который поддержал доходы экономики, в том числе государственного бюджета, а также способствовал процессам импортозамещения, создав ценовое преимущество для внутренних товаропроизводителей (подробнее – см. Приложение 9). Наряду с динамикой валютного курса, поддержку сельскому хозяйству и производству в ряде отраслей оказало введение ограничений на ввоз продовольственной продукции из ряда стран в ответ на ограничительные меры, которые были приняты в отношении России. Кроме того, в части отраслей происходила опти-

мизация затрат, сокращение зависимости от закупки импортного сырья и оборудования, в том числе вследствие роста их стоимости. Компании также снижали долговую нагрузку, что наряду с ростом прибылей способствовало постепенному улучшению их финансового положения.

Смягчила прохождение кризиса и способствовала более быстрому запуску восстановительных процессов и последовательная макроэкономическая политика, снизившая неопределенность для ведения бизнеса. Выбор в пользу стратегии бюджетной консолидации при наличии накопленных государственных фондов ограничил рост дефицита бюджета и уровня государственного долга, что важно для сохранения общей макроэкономической стабильности. Поддержали финансовую стабильность и меры Банка России, в том числе предоставление валютного рефинансирования на возвратной основе и временные регуляторные послабления для банковского сектора. Снижению неопределенности также способствовала последовательная денежно-кредитная политика, формировавшая предсказуемые финансовые условия. Предпосылки для запуска восстановитель-

**Показатели инвестиционной активности**  
(с устранением сезонности, прирост в % к январю 2014 г.)



Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

ных процессов создавали и меры по поддержке отдельных отраслей и сегментов (развитие которых не могло быть обеспечено рынком в сложных условиях), в том числе применение Банком России специализированных инструментов рефинансирования. Сочетание мер государственной политики и усилий частного сектора по оптимизации издержек, финансового положения и использованию открывшихся возможностей для расширения производства способствовало более раннему и быстрому восстановлению выпуска, которое началось, по оценке, во второй половине 2016 года.

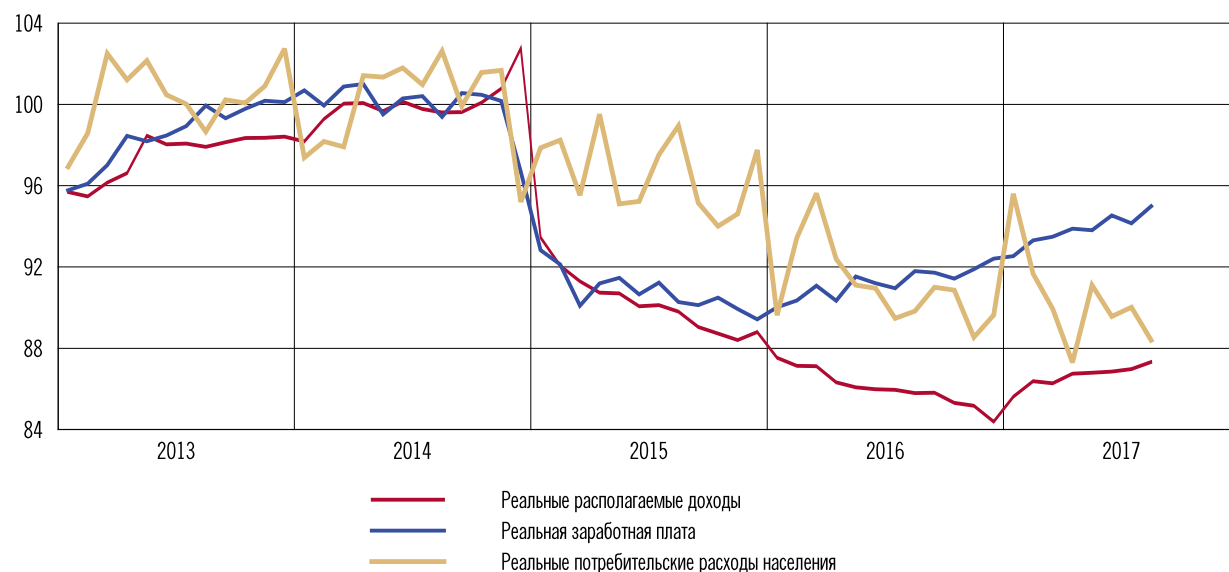
К началу текущего года сформировались необходимые предпосылки для восстановления внутреннего спроса, как инвестиционного, так и потребительского, что оказывает поддержку росту производства. Запуску инвестиционных проектов способствовали увеличение прибыли нефинансового сектора в предыдущие два года, которая является одним из основных источников для вложений в основной капитал, снижение общей макроэкономической неопределенности и улучшение настроений бизнеса, а также укрепление рубля, расши-

ряющее возможности закупки импортных машин и оборудования, для которых нет отечественных аналогов. Условия для роста инвестиций также формировала предсказуемость изменения процентных ставок в экономике, в том числе по кредитам. Вклад в рост инвестиций внесли и проекты, реализуемые государством, в том числе строительство моста через Керченский пролив и газопровода «Сила Сибири».

Расширение производственных и инвестиционных планов требовало привлечения дополнительных трудовых ресурсов, что способствовало увеличению заработной платы при сохранении низкой безработицы, близкой к естественному уровню. При этом рост заработной платы в реальном выражении способствовало существенное замедление инфляции до низких значений, близких к 4%. По мере того как эти процессы приобретали устойчивый характер, они стали фактором оживления потребительского спроса наряду с появлением уверенности у домашних хозяйств в улучшении экономической ситуации.

В итоге повышение потребительской и инвестиционной активности стало естественным результатом снижения неопре-

### Заработная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении (с исключением сезонного фактора, показатели в среднем за 2014 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

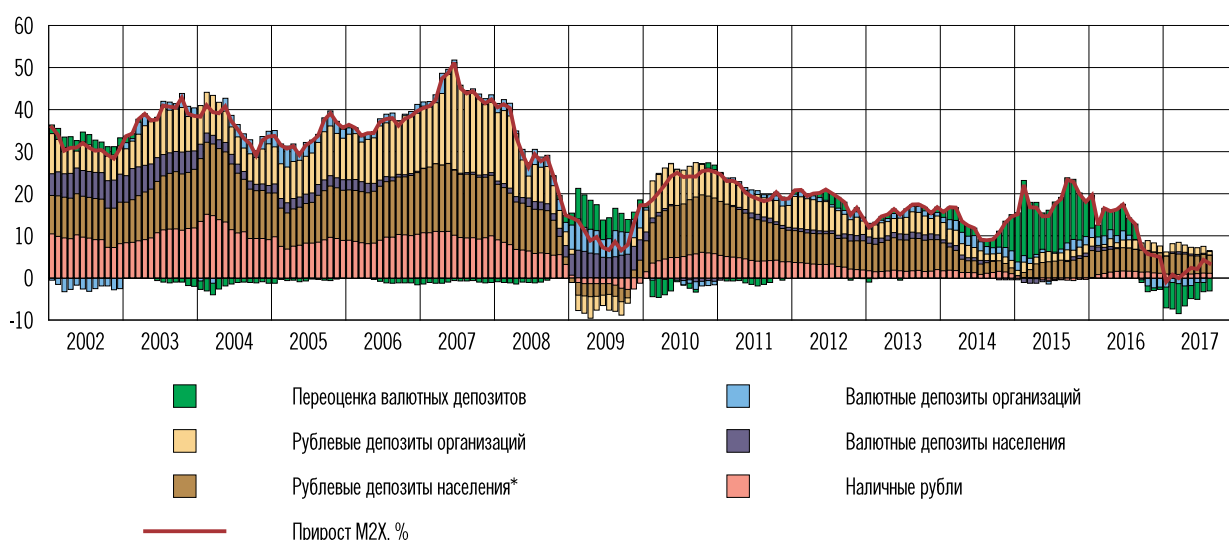
деленности и улучшения динамики производственного сектора. Хотя позитивные процессы в экономике все еще очень разнородны по отраслям и регионам, по итогам 2017 г. ожидается прирост ВВП на 1,7–2,2%.

Важную роль в создании предпосылок для сбалансированного восстановления экономики, не препятствующего снижению инфляции, сыграли сформированные Бан-

ком России умеренно жесткие денежно-кредитные условия. В частности, изменяя уровень ключевой ставки, Банк России оценивал последствия этого для динамики реальных ставок по депозитам. Важно, чтобы они сохранялись в положительной области, оставаясь привлекательными для населения с учетом текущего уровня инфляции. Таким образом, поддерживались стимулы к сбережениям в рублях, а норма сбереже-

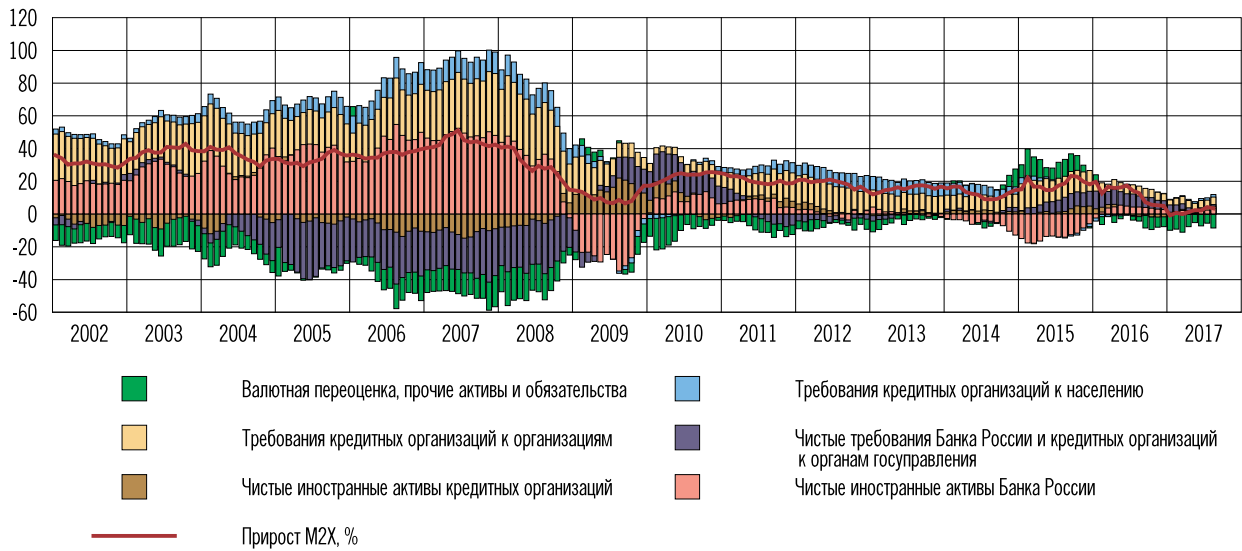
### Динамика широкой денежной массы

(вклад отдельных компонентов в годовые темпы прироста агрегата M2X, п.п.)



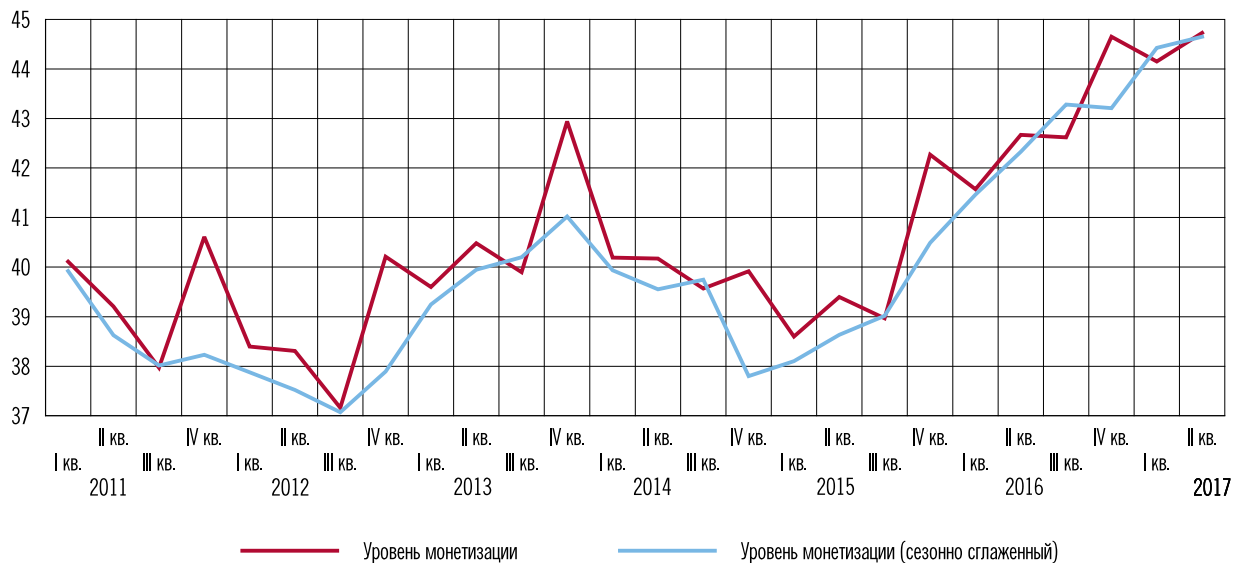
Источник: Банк России.

### Динамика источников формирования широкой денежной массы (вклад в годовые темпы прироста агрегата М2Х, п.п.)



Источник: Банк России.

### Динамика монетизации российской экономики (%)



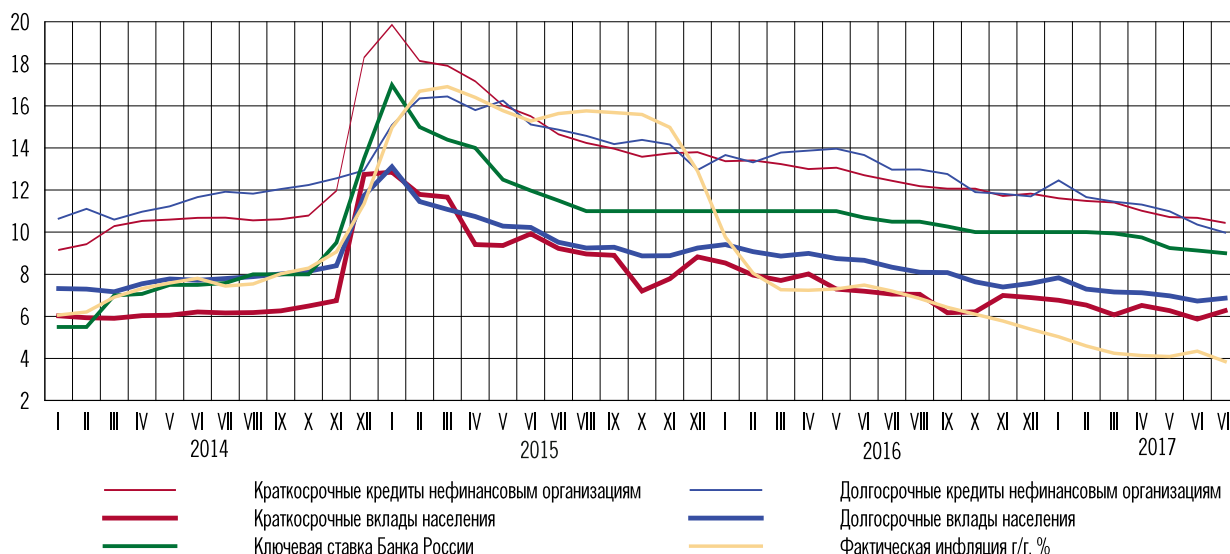
Источник: расчеты Банка России.

ния домашних хозяйств оставалась выше докризисных уровней, что обеспечивало плавный переход от сберегательной модели к постепенному увеличению потребления. В этих условиях рост потребительских расходов в 2017 г. обеспечивался в основном за счет дохода, а не роста кредита или сокращения сбережений. В целом динамика потоков средств между банковским сектором и населением отражает сохранение чистого потока средств в направлении бан-

ков, что также говорит о сдерживающем характере денежно-кредитных условий.

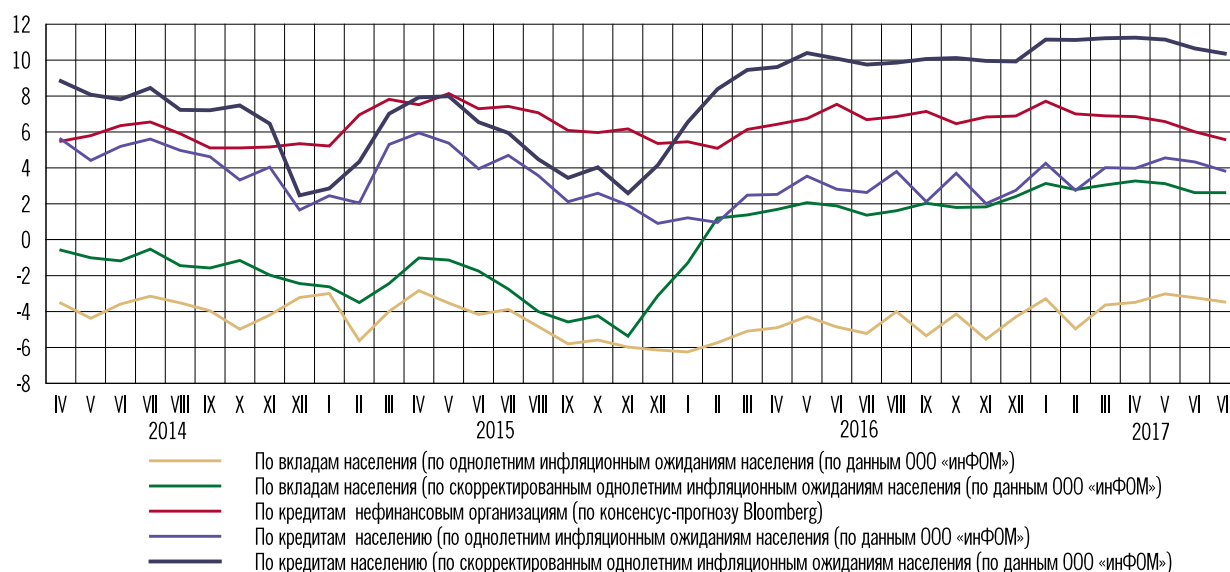
Денежно-кредитные условия обеспечивали восстановление спроса на кредит, не опережающее улучшение ситуации в реальном и банковском секторах. Этому способствовал и консервативный подход банков к отбору заемщиков, который ограничивал чрезмерное увеличение долговой нагрузки и риски роста просроченной задолженности. Банки возвращались в сег-

### Процентные ставки по рублевым банковским операциям и ключевая ставка Банка России (% годовых)



Источник: Банк России.

### Реальные ставки по долгосрочным рублевым операциям банков, рассчитанные с использованием разных показателей инфляционных ожиданий (% годовых)



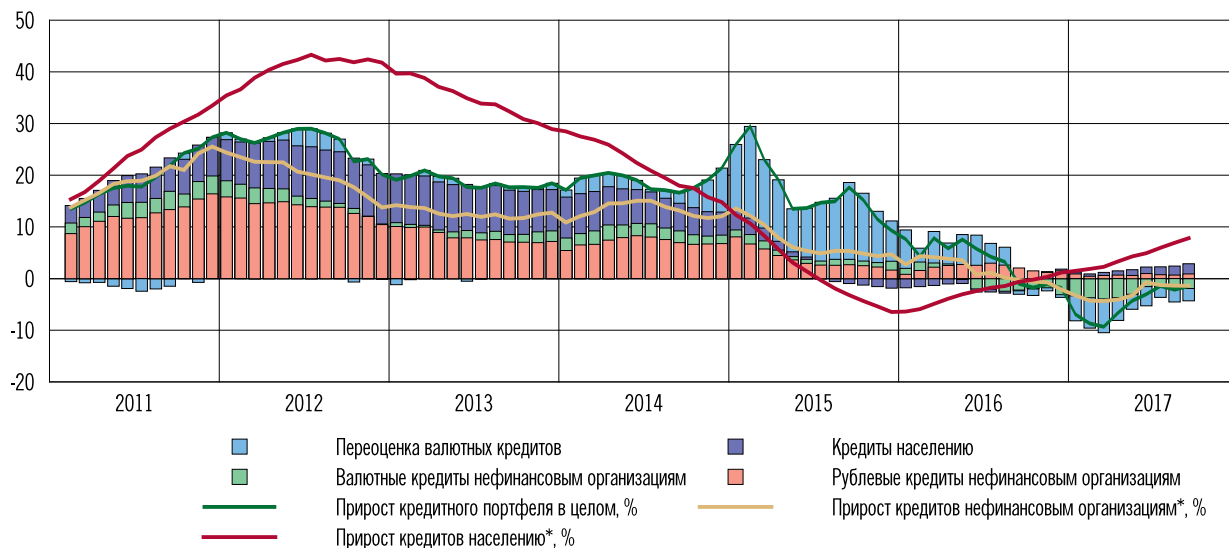
Источники: ООО «инФОМ», Bloomberg, расчеты Банка России.

менты кредитного рынка, связанные с повышенными рисками (кредитование малых и средних предприятий, потребительское кредитование) постепенно, по мере повышения доходов и финансовой устойчивости заемщиков. В целом кредитование нефинансовых организаций увеличивалось умеренными темпами, а постепенный рост задолженности домашних хозяйств происходил в основном за счет ипотечного кредитования.

По мере восстановления экономики и сопутствующего ему роста кредитной активности требования банковского сектора к нефинансовому сектору вновь стали ключевым источником увеличения денежного предложения. В 2015–2016 гг. спрос экономики на деньги во многом удовлетворялся за счет расходования накопленных средств Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета, что в том числе обусловило ослабление спроса на кредит в усло-

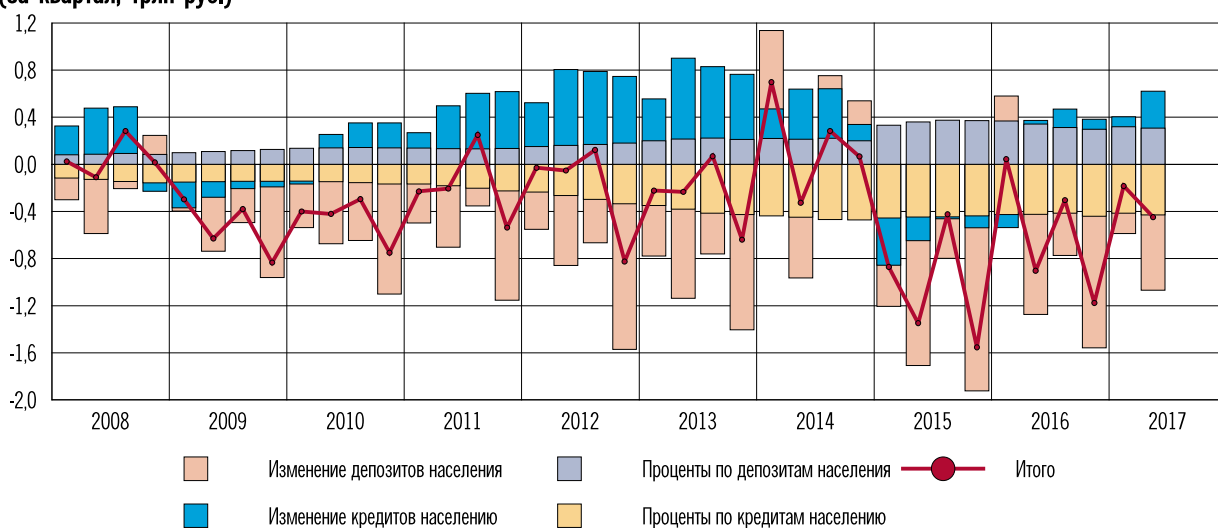


### Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (процентных пунктов, если не указано иное)



\* С исключением валютной переоценки.  
Источник: Банк России.

### Динамика финансовых потоков между банками и населением\* (за квартал, трлн руб.)



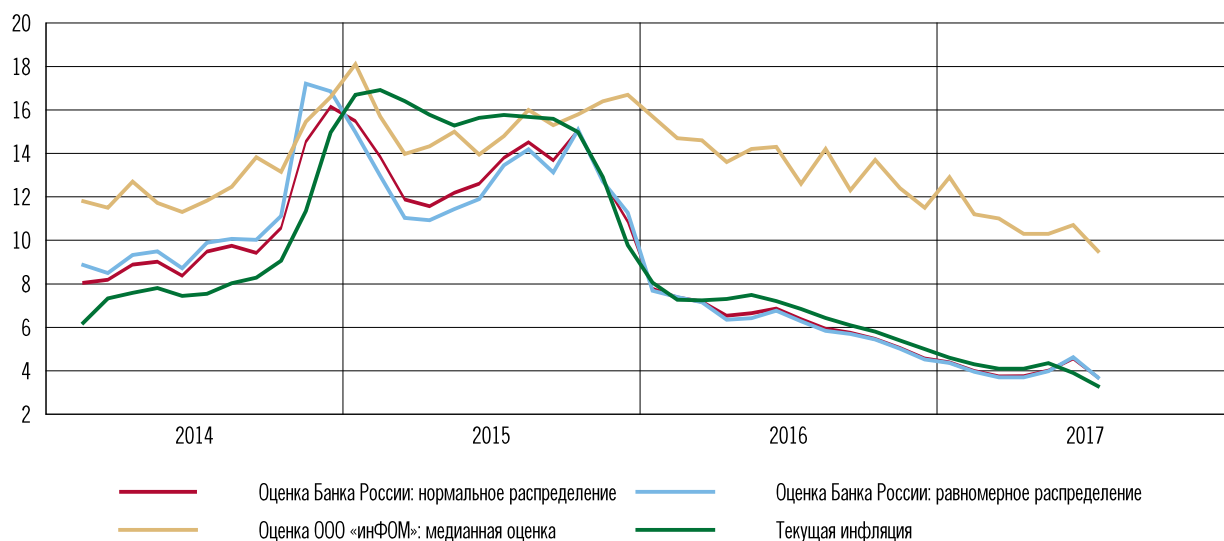
\* Положительные значения отражают переток средств от банков к населению и наоборот, отрицательные значения демонстрируют переток средств от населения к банкам. Например, отрицательные значения показателя «Изменение депозитов населения» означают рост привлеченных банками депозитов населения.

Источник: расчеты Банка России.

виях экономического спада. Этот фактор оставался значимым источником увеличения денежной массы наряду с кредитованием банками экономики. Кроме того, в 2017 г. источником формирования денежного предложения выступало увеличение чистых иностранных активов банковской системы в условиях поступления валютной выручки при сохранении относительно высоких цен на нефть, а также поступление средств от приватизации Роснефти. При

этом на фоне существенного укрепления рубля относительно уровней прошлого года отрицательный вклад в динамику широкой денежной массы внесла валютная переоценка, что является в основном статистическим эффектом.

Увеличение кредитования и денежной массы происходило постепенно в условиях расширения спроса экономики на деньги на фоне восстановления производственной, инвестиционной и потребительской

Оценки инфляционных ожиданий населения на год вперед  
и инфляционные ожидания аналитиков (%)

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

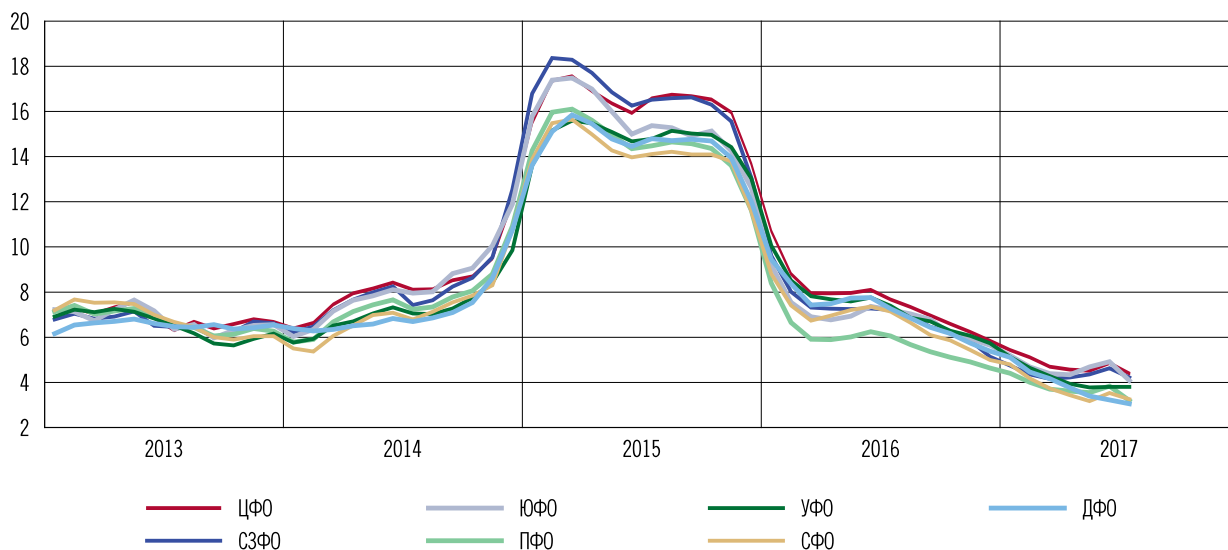
активности. При этом в структуре роста денежной массы по-прежнему преобладали рублевые депозиты населения в условиях отмеченного выше сохранения стимулов к сбережениям в рублях. Привлекательность рублевых активов отразилась и в уменьшении валютных депозитов нефинансовых организации, и в существенном замедлении роста валютных депозитов физических лиц. С учетом описанных тенденций увеличение денежной массы не создавало значимых инфляционных рисков, обеспечивая постепенный рост монетизации российской экономики на фоне восстановления ВВП и снижения инфляции.

Наряду с ключевой ставкой, все большую роль в формировании денежно-кредитных условий, необходимых для снижения инфляции, играют сигналы Банка России участникам рынка о ее дальнейшей динамике. Данные сигналы используются для воздействия на рыночные ожидания по ключевой ставке и по инфляции на среднесрочном горизонте, которые имеют большое значение для формирования процентных ставок в экономике вдоль всей кривой доходности. Такие сигналы успешно применялись Банком России в конце 2016 г. для

корректировки рыночных ожиданий, когда они сформировались на уровне ниже, чем это было необходимо для замедления инфляции до 4% к концу 2017 года. Таким образом, информационные сигналы по сути своей становятся инструментом, дополняющим применение основного инструмента денежно-кредитной политики – ключевой ставки.

Еще одним важным фактором длительного действия, который также вносил вклад в замедление инфляции, была динамика инфляционных ожиданий домашних хозяйств и бизнеса. С конца 2016 г. сформировалась довольно устойчивая тенденция к их снижению. Однако ожидания остаются повышенными, ориентированными на прошлую динамику цен, сохраняется их чувствительность к изменениям цен на отдельные группы товаров. В частности, локальное повышение цен на плодоовощную продукцию в мае-июне предсказуемо быстро (хотя и временно) отразилось на ожиданиях. Вместе с тем, несмотря на временные колебания инфляционных ожиданий, важно, что процесс их подстройки к новым условиям продолжается. Инфляционные ожидания населения достигли

### Темпы прироста цен по федеральным округам (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



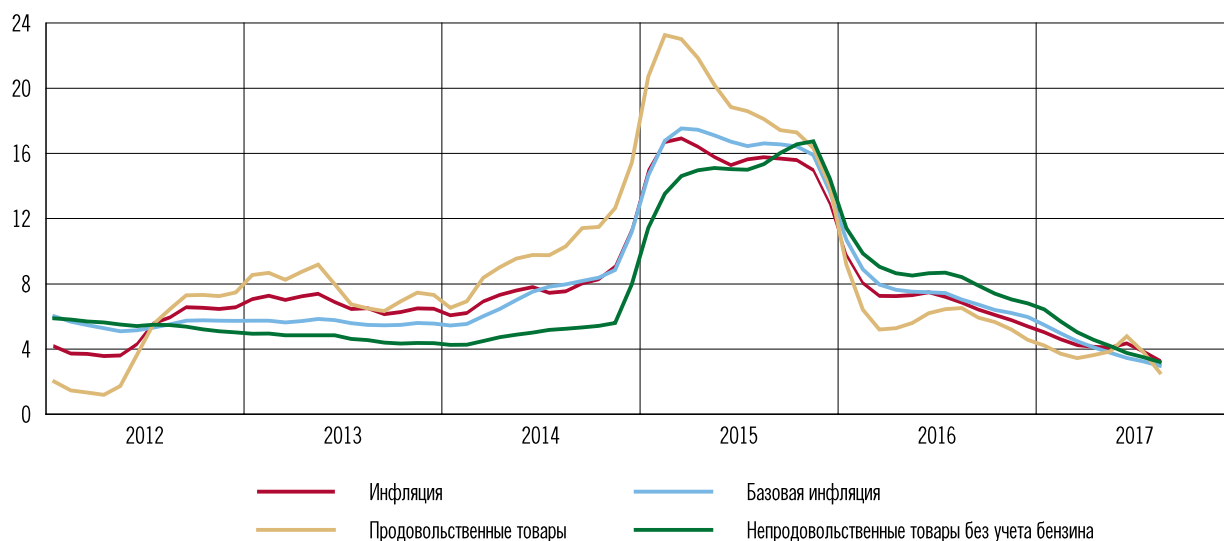
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

исторических минимумов за всю историю наблюдений. Ожидания бизнеса также корректируются вниз. Это особенно важно, учитывая, что предприятия устанавливают заработную плату и цены. Ожидания участников рынка в 2017 г. сформировались на уровнях, близких к 4%. Хотя рыночные эксперты не оказывают непосредственного влияния на динамику потребительских цен, их прогнозы по инфляции имеют значение, так как на них могут ориентироваться хозяйствующие субъекты в экономике.

Таким образом, устойчивое замедление инфляции к цели обеспечивалось воздействием факторов длительного действия – дезинфляционного влияния спроса и снижения инфляционных ожиданий, а также было подкреплено локальными факторами.

Устойчивость тенденции к уменьшению инфляционного давления отражал и сам характер динамики темпов роста потребительских цен. Замедление инфляции становилось все более однородным по товарным группам. Темпы роста цен на непродовольственные товары, медленное снижение которых вызывало беспокойство Банка

России в 2016 г., достаточно быстро сокращались с начала текущего года. Регулируемые цены и тарифы были проиндексированы на 4%. Постепенно увеличивалась доля товаров и услуг в потребительской корзине с темпами роста цен, близкими к 4%. Летом 2017 г. доля таких позиций составляла более половины потребительской корзины. Повышение однородности в динамике потребительских цен наблюдалось и по регионам. По данным за август, годовая инфляция по федеральным округам Российской Федерации находилась в интервале от 2,7 до 3,8%. Замедление роста потребительских цен и их приближение к 4% происходило для всех доходных групп населения. Наряду с ИПЦ, снижались и другие показатели ценовой динамики. В частности, базовая инфляция, исключая цены наиболее волатильных компонентов потребительской корзины, замедлилась с 6,0% в декабре 2016 г. до 3,0% в августе 2017 года. Нахождение годовой инфляции на уровне, близком к 4%, в течение большей части года способствовало снижению показателя среднегодовой скользящей инфляции с 7,1% в декабре 2016 г. до 4,8%

**Динамика цен на потребительские товары и услуги  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)**

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

в августе 2017 года. Метод расчета данного индикатора предполагает его более медленное изменение по сравнению с годовыми и более краткосрочными показателями (см. Приложение 5). На текущем этапе важна его понижательная динамика. Таким образом, показатели инфляции в разрезе по временным периодам, товарным группам и регионам отражали все более широкий охват и однородность дезинфляционных процессов, что создавало предпосылки для закрепления темпов роста цен вблизи 4%.

Принимая во внимание устойчивый характер снижения инфляции и достижение уровней, близких 4%, в том числе под влиянием вышеуказанных факторов длительного действия, Банк России снизил ключевую ставку в марте-июне и в сентябре 2017 г. в целом на 1,5 п.п., до 8,5% годовых. Выбирая масштаб изменения ключевой ставки, Банк России также учитывал, что в текущем году формируются денежно-кредитные условия, необходимые для поддержания инфляции вблизи 4% в дальнейшем, в том числе в 2018 году. Признавая сохранение потенциала для дальнейшего умень-

шения ключевой ставки, Банк России отслеживал влияние уже принятых решений на динамику ставок, кредитования, депозитов и потребительского спроса, которое реализуется постепенно. Это было одной из причин, по которой Банк России приостановил снижение ставки в июле 2017 года.

## Оценка рисков

Масштаб снижения ключевой ставки в 2017 г. ограничивало наличие инфляционных рисков, которые имели как краткосрочный, так и среднесрочный характер. Банк России очень внимательно относится к оценке инфляционных рисков, учитывая, что проинфляционные факторы на текущем этапе способны оказать более сильное влияние на динамику цен, чем дезинфляционные. Кроме того, Банк России стремится избежать сценария, когда за неоправданно быстрым снижением ставки потребуются ее повышение. Это противоречило бы задаче создания предсказуемых денежно-кредитных условий и формирования доверия к центральному банку.

Источником рисков в 2017 г. было несколько локальных факторов, которые носили временный характер. Во-первых, в феврале существовала неопределенность относительно реакции курсовых и инфляционных ожиданий на планируемое начало операций Минфина России по покупке иностранной валюты на валютном рынке. Банк России с осторожностью подошел к оценке возможного влияния данных операций на ожидания, но риск негативной динамики ожиданий не реализовался. Во-вторых, учитывались риски уже упоминавшегося выше краткосрочного удорожания плодоовощной продукции и неопределенность в отношении перспектив урожая, связанные с неблагоприятными погодными условиями весной и в первой половине лета. По мере снижения неопределенности в отношении оценок урожая и улучшения погодных условий стало очевидно, что угроза реализации рисков в отношении динамики продовольственной инфляции и ее влияния на ожидания отступила.

Среднесрочные риски в основном связаны со структурными проблемами, которые в том числе ограничивают потенциал роста российской экономики. При сохраняющейся зависимости внутренних условий от конъюнктуры мировых рынков ее изменения могут оказать влияние на курсовые и инфляционные ожидания. Даже при условии активных структурных мер по снижению сырьевой направленности российской экономики на среднесрочном горизонте ее структура не претерпит существенных изменений, требуя более длительного времени. В такой ситуации возможное существенное снижение цен на нефть создает

потенциальные угрозы для динамики экономической активности и инфляции, поэтому Банк России продолжает рассматривать рисковый сценарий развития внешних событий. Законодательное закрепление и реализация бюджетного правила будут содействовать снижению этих рисков. В числе внутренних факторов риска – усиление дефицита на рынке труда, где уже просматриваются признаки недостатка кадров в отдельных сегментах. Учитывая, что модернизация производства, внедрение новых технологий и сопутствующее им повышение производительности труда требуют продолжительного времени, не исключена ситуация, при которой динамика производительности труда будет отставать от роста заработной платы в условиях, когда безработица уже близка к естественному уровню. В результате возникают риски увеличения потребления, опережающего возможности расширения производства, что будет оказывать повышательное давление на темпы роста потребительских цен. Кроме того, риски для динамики инфляции создает отмеченная выше чувствительность инфляционных ожиданий к колебаниям потребительских цен, в том числе временного характера. С учетом действия этих факторов Банк России осторожно подходит к выбору масштаба снижения ключевой ставки, особенно на текущем этапе, когда важно закрепить инфляцию вблизи 4% и сформировать уверенность у всех участников экономических отношений в том, что ценовая стабильность и предсказуемость изменения процентных ставок станут неотъемлемыми элементами внутренних условий.

## 4. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2018–2020 ГОДАХ

### Макроэкономический прогноз как основа для решений по ключевой ставке. Особенности прогноза на 2018–2020 годы

Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике прежде всего на основе среднесрочного макроэкономического прогноза, который просчитывается на три года вперед. При подготовке прогноза Банк России рассматривает значимые внешние и внутренние факторы развития российской экономики и динамики инфляции, в том числе заявленные меры макроэкономической политики. Именно в рамках прогноза определяется траектория ключевой ставки, которая необходима для поддержания инфляции вблизи 4% на среднесрочном горизонте. Прогноз позволяет учитывать длительный характер воздействия мер денежно-кредитной политики на динамику цен через изменение финансовых условий, которое отражается на ситуации в реальном секторе и инфляции (см. раздел 2). Анализ альтернативных вариантов развития событий, которые рассматриваются Банком России наряду с базовым сценарием, позволяет оценить возможные эффекты реализации рисков и разработать меры для их предупреждения. Опираясь на прогноз, Банк России принимает решения, в первую очередь учитывая долгосрочные устойчивые экономические тенденции и в меньшей степени реагируя на краткосрочные явления. Кроме того, регулярная публикация Банком России прогноза с развернутыми комментариями дает ориентиры для субъектов экономики в отношении денежно-кредитных условий и ди-

намики инфляции для учета на среднесрочном горизонте планирования.

Формируя прогноз на ближайшие три года, Банк России полагает, что набор и характер действия фундаментальных факторов, оказывающих влияние на ситуацию в российской экономике и динамику цен, значимо не изменятся. Существенная вовлеченность России в международную торговлю с преобладанием экспорта энергоносителей, как и ранее, определяет зависимость экономики от динамики спроса на них и колебаний цен на мировых сырьевых и финансовых рынках, в том числе под влиянием геополитических факторов. Учитывая, что процессы изменения структуры экономики, развития собственного производства и импортозамещения по многим категориям товаров требуют длительного времени, сохранится достаточно высокая доля импорта в потреблении и, соответственно, влияние конъюнктуры внешних товарных рынков, а также валютного курса на динамику внутренних потребительских цен. При этом чувствительность инфляции к действию разовых факторов будет уменьшаться постепенно, по мере снижения инфляционных ожиданий и укрепления доверия к центральному банку. Структура российской экономики значительно не изменится, что будет ограничивать потенциал ее роста в ближайшие годы. Эффект возможных мер структурной политики будет проявляться на прогнозном горизонте постепенно, при этом значимый вклад в динамику ВВП они внесут в основном за пределами трехлетнего периода. Макроэкономическая политика, направленная на сохранение финансовой и ценовой стабильности и снижающая неопределен-



ность, по-прежнему будет играть важную роль в создании необходимых условий экономического развития. Указанные и иные факторы формируют набор предпосылок макроэкономического прогноза Банка России, то есть тех условий, в которых будет проводиться денежно-кредитная политика. Далее они рассматриваются более подробно.

### **Внутренние экономические условия на прогнозном горизонте**

В части внутренних условий Банк России, во-первых, учитывает сохранение структурных ограничений развития российской экономики. Ее низкая диверсификация, преобладание отраслей по добыче и переработке сырья, высокая доля их продукции в экспорте отражаются в существенном влиянии конъюнктуры мировых сырьевых рынков на динамику выпуска, доходов, потребления и цен. Оно будет смягчаться плавающим валютным курсом, изменение которого балансирует интересы разных субъектов экономики, а также обеспечивает подстройку платежного баланса России. При этом Банк России будет оценивать характер факторов, вызывающих колебания валютного курса, и их влияние на динамику инфляции и инфляционных ожиданий.

Потенциал роста российской экономики ограничен, с одной стороны, отсутствием возможностей существенного расширения добычи и поставок природных ресурсов на мировой рынок. Это связано как с умеренной динамикой внешнего спроса и избытком предложения и высокими запасами на мировом рынке нефти, так и со значительной загрузкой имеющейся транспортной инфраструктуры по некоторым видам энергоносителей, в частности природному газу. С другой стороны, ограничением для роста и модернизации экономики бу-

ет выступать целый ряд внутренних факторов. Среди них – демографическая ситуация и связанный с ней низкий потенциал роста экономически активного населения, институциональные характеристики, в том числе качество управления на всех уровнях как в государственном, так и в частном секторе, недостаточная развитость транспортной и логистической инфраструктуры, высокая монополизация, низкий объем инвестиций в технологии и основные фонды при высокой степени их износа. В этих условиях темпы экономического роста в России на трехлетнем горизонте, по оценке Банка России, не превысят 1,5–2%. Кроме того, указанные структурные характеристики снижают гибкость реакции производства в ответ на увеличение спроса, что в итоге может отражаться и на динамике цен. Это, в свою очередь, означает, что возможные масштабы расширения внутреннего спроса, которые не будут сопровождаться повышением инфляционного давления и появлением дисбалансов в финансовой сфере, ограничены. Темпы роста потребления и инвестиций могут быть лишь несколько выше темпов роста ВВП, учитывая, что часть расходов идет на покупку импортных товаров. Банк России будет оценивать скорость, характер и структуру увеличения внутреннего спроса, формируя денежно-кредитные условия, при которых его динамика будет соответствовать возможностям внутреннего производства.

Структура экономического роста не терпит существенных изменений. На прогнозном горизонте во всех сценариях расширение потребительского спроса по сравнению с инвестиционным спросом будет происходить более быстрыми темпами. Рост инвестиций останется умеренным как из-за дефицита новых конкурентоспособных инвестиционных проектов, так и в условиях сохраняющихся институциональных проблем, увеличивающих стоимость инвестиционных проектов и ограничиваю-

щих горизонт планирования. В результате в случае отсутствия мер структурной политики переход к инвестиционной модели развития не начнется при сохранении сырьевой модели экономики. При этом вклад международной торговли в темпы экономического роста с 2017 г. станет отрицательным после положительных значений в 2012–2016 годах. Это связано с ограниченными возможностями расширения экспорта при увеличении импорта наряду с ростом потребления.

Банк России также учитывает, что структурные особенности не только ограничивают возможности увеличения производства, но и некоторые из них также оказывают устойчивое влияние на динамику цен. Среди таких факторов – характеристики российского рынка труда, сильная дифференциация доходов, товарная структура потребления.

В 2017 г. уровень безработицы близок к естественному, то есть рынок труда находится в равновесии. В этих условиях дальнейший рост спроса на труд при расширении производства может столкнуться с недостатком предложения при относительно стабильной численности экономически активного населения. Дефицит кадров на рынке труда, который уже сейчас наблюдается по отдельным специальностям, создает предпосылки для ускоренного увеличения зарплат относительно роста производительности труда, что, в свою очередь, может создавать инфляционное давление. В случае усиления этих процессов может потребоваться проведение Банком России более жесткой денежно-кредитной политики для ограничения инфляционных рисков и сохранения инфляции вблизи 4%.

Сильная дифференциация доходов и относительно невысокая доля среднего класса в России является другой структурной характеристикой, которая оказывает влияние на условия проведения денежно-кредитной политики, а также ее трансмис-

сионный механизм. Домашние хозяйства со средним уровнем дохода, как правило, чутко реагируют на изменения процентных ставок по депозитам и кредитам, в том числе под влиянием денежно-кредитной политики, что отражается на их предпочтениях к сбережениям, готовности брать кредит и динамике потребления. Небольшая доля семей со средним уровнем дохода в России может ограничивать действенность трансмиссионного механизма, что будет учитываться Банком России при анализе воздействия мер денежно-кредитной политики на динамику спроса и инфляции.

Невысокий уровень благосостояния населения также отражается в довольно значительной доле продовольственных товаров в потребительской корзине, что сохранится и в предстоящий трехлетний период. Она постепенно снижается, но это длительный процесс. Цены на продовольственные товары более всего подвержены значимым колебаниям под влиянием разовых временных факторов – таких как погодные условия и связанные с ними объем, качество и сохранность урожая, а также эпизоды колебания цен на мировом продовольственном рынке. Сохранение существенной доли продовольствия в потребительской корзине отражается на динамике общего индекса цен. Учитывая высокую чувствительность инфляционных ожиданий к ценовым всплескам на данную группу товаров, Банк России будет отслеживать их реакцию на временные колебания цен, принимая решения по ключевой ставке.

Уменьшению волатильности продовольственных цен и, соответственно, инфляции в целом будет способствовать реализация ряда государственных мер по поддержке агропромышленного комплекса. Прежде всего это меры в области развития инфраструктуры по перевозке, переработке и хранению сельскохозяйственной продукции, в том числе улучшению складской логистики посредством дальнейшего раз-

вития сети оптово-распределительных центров. Развитие программ по стимулированию внутреннего производства удобрений позволит снизить зависимость от колебаний импортных цен на них и, следовательно, издержек производства и цен на конечную продукцию.

Таким образом, на трехлетнем горизонте структурные особенности российской экономики будут как определять динамику экономической активности, так и оказывать влияние на условия проведения денежно-кредитной политики. Для увеличения потенциала экономического роста необходимы меры государственной политики, направленные на изменение структуры экономики и преодоление обозначенных выше проблем, а также подключение усилий всех участников экономических отношений. Важно повышение роли регуляторных, налоговых механизмов, программ частно-государственного партнерства в создании стимулов для инвестиций в машины и оборудование, технологии, человеческий капитал, увеличение производительности труда. Необходимы меры по развитию конкурентной среды, увеличению доли малых и средних предприятий в производстве выпуска товаров и услуг. Повышение гибкости рынка труда возможно за счет мероприятий, направленных на повышение мобильности трудовых ресурсов, как территориальной, так и профессиональной, создание стимулов для внутренней трудовой миграции и привлечения иностранных высококвалифицированных кадров. Вместе с тем подготовка и реализация указанных мер требует длительного времени, их влияние на динамику экономической активности будет проявляться постепенно, их заметный вклад в темпы роста ВВП проявится в основном уже за трехлетним прогнозным горизонтом. При расчете параметров прогноза Банк России учитывает только законодательно утвержденные и четко определенные программы, направленные на прео-

доление структурных проблем. По мере законодательного закрепления дополнительных конкретных мер государственной структурной политики, оказывающих влияние на экономическую динамику, Банк России будет просчитывать соответствующий сценарий развития. В этом сценарии при увеличении потенциала роста выпуска товаров и услуг соответствующее ему расширение внутреннего спроса не будет создавать инфляционных рисков и не потребует реакции денежно-кредитной политики, учитывая повышение производительности труда и эффективности производства.

Вторым важным фактором формирования внутренних условий будет сохранение стратегии бюджетной консолидации с применением бюджетного правила<sup>1</sup>. Планируемая привязка расходов федерального бюджета к параметрам доходов обеспечивает сокращение бюджетного дефицита до низкого уровня – около 2% ВВП в 2018 г. и менее 1% ВВП – в дальнейшем. Предполагаемая траектория увеличения госдолга, не опережающего прирост номинального ВВП, наряду с применением бюджетного правила, обеспечит устойчивость государственных финансов, что важно для сохранения общей макроэкономической и финансовой стабильности, необходимой для производственной и хозяйственной деятельности. Аккумуляция дополнительных нефтяных доходов при реальной цене на нефть, превышающей 40 долл. США за баррель<sup>2</sup>, позволит формировать «подушку безопасности» на случай их падения ниже указанного уровня. Применение бюджетного правила с проведением Минфином России операций на валютном рынке способствует снижению уязвимости россий-

<sup>1</sup> При разработке прогноза Банк России учитывает проектировки федерального бюджета, представленные в проекте Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов.

<sup>2</sup> То есть в ценах 2017 г. с учетом ежегодной индексации на 2% начиная с 2018 года.

ской экономики к колебаниям конъюнктуры глобального нефтяного рынка и изменению структуры экономики в сторону снижения ее сырьевой зависимости. Механизм бюджетного правила, используемый наряду с режимом таргетирования инфляции, будет ограничивать колебания реального валютного курса рубля и его влияние на конкурентоспособность российских товаров.

Влияние бюджетных операций на уровень ликвидности банковского сектора сократится. Это произойдет по мере снижения бюджетного дефицита и планируемого прекращения его финансирования за счет средств суверенных фондов с 2019 года. Операции Минфина России на валютном рынке в рамках механизма бюджетных правил также не будут значимо отражаться на банковской ликвидности. Это связано с тем, что указанные операции, например по покупке иностранной валюты на валютном рынке, обеспечивающие приток ликвидности, сопоставимы по объему с операциями по продаже валюты экспортерами для осуществления налоговых платежей (отток ликвидности) при цене нефти выше 40 долл. США за баррель.

Принимая во внимание планируемые ограничения на государственные расходы для снижения дефицита бюджета, вклад государственного потребления в темпы роста ВВП будет близким к нулю или небольшим отрицательным. Динамика бюджетных расходов не создаст дополнительного инфляционного давления, в том числе с учетом предполагаемой индексации заработных плат государственных служащих на величину 4%. Даже при более высоких темпах роста заработной платы для служащих, подпадающих под «майские указы», общий рост расходов бюджетной системы по статье оплаты труда составит в среднем не более 2,5–3% ежегодно в 2017–2020 годах. Предполагаемые мероприятия по повышению минимального размера оплаты труда до прожиточного минимума будут способ-

ствовать социальной стабильности и преодолению проблемы бедности, не создавая при этом значимых инфляционных рисков.

Третьей предпосылкой в части внутренних условий является сохранение практики умеренных темпов индексации регулируемых цен и тарифов на всем прогнозном горизонте в соответствии с проектировками, заявленными Правительством Российской Федерации на 2018–2020 годы. Динамика цен естественных монополий влияет на себестоимость любого продукта и услуги в потребительской корзине. Поэтому увеличение тарифов со скоростью, не превышающей инфляцию, будет важным условием закрепления темпов роста потребительских цен вблизи 4% в среднесрочной перспективе. Данный фактор также будет способствовать снижению инфляционных ожиданий бизнеса и домашних хозяйств. Более прозрачному механизму формирования цен на услуги естественных монополий будут также содействовать меры по повышению эффективности их деятельности – в частности, дальнейшая демонополизация рынков ЖКХ, увязка лимитов на повышение тарифов с реализацией программ эффективности монополий, дальнейшее внедрение Стандарта конкуренции в субъектах Российской Федерации<sup>3</sup>. Банк России продолжит взаимодействовать с Правительством Российской Федерации по указанным вопросам для обеспечения согласованности принимаемых решений.

Характер динамики инфляционных ожиданий всех субъектов экономики является еще одним важным фактором, который учитывает Банк России в прогнозе и при определении траектории ключевой ставки. Ожидается, что инфляционные ожидания домашних хозяйств и фирм продолжат снижаться по мере закрепления инфляции вблизи 4% и формирования доверия к денежно-кредитной политике. При этом бу-

<sup>3</sup> Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 5 сентября 2015 г. № 1738-р.

дет сохраняться асимметричность их динамики, которая проявляется в большей чувствительности к факторам проинфляционного характера, чем к факторам противоположного действия – более сильной реакции на ослабление рубля, чем на его укрепление, на рост цен на продовольствие, чем на их снижение. Кроме того, требуется длительное время для появления уверенности участников экономических отношений в том, что центральный банк примет все необходимые меры, чтобы вернуть инфляцию к цели в случае отклонения от нее. Поэтому инфляционные ожидания все еще будут реагировать на краткосрочные факторы, влияющие на динамику цен. Это создает риски того, что действие временных факторов может приобрести более устойчивый характер, что требует от Банка России осторожного подхода к снижению ключевой ставки и проведения более жесткой денежно-кредитной политики, чем в отсутствие указанных эффектов со стороны инфляционных ожиданий.

Важно, чтобы с течением времени инфляционные ожидания делового сообщества закрепились вблизи 4%, учитывая, что именно компании формируют заработные платы и цены на конечную продукцию, а участники финансового сектора устанавливают процентные ставки. Инфляционные ожидания населения могут оставаться несколько выше цели, что связано с индивидуальными и психологическими особенностями восприятия ценовых изменений. Это характерно даже для стран с длительным опытом обеспечения ценовой стабильности. Для динамики инфляции важен не столько уровень инфляционных ожиданий населения как таковой, сколько их изменение, отсутствие резких колебаний. Снижению инфляционных ожиданий и их стабилизации на низком уровне будут способствовать как закрепление инфляции вблизи 4%, так и меры в области увеличения финансовой грамотности населения

и информационной открытости. При этом особое внимание Банк России будет уделять расширению взаимодействия с экономическими субъектами на региональном уровне. Применяя индивидуальный подход к разным группам (компаниям, населению, аналитическому и экспертному сообществу), Банк России будет стремиться повысить доверие к проводимой им политике, тем самым способствуя ослаблению привязки инфляционных ожиданий экономических субъектов к динамике инфляции в прошлые годы, когда она испытывала существенные и непредсказуемые колебания.

В части внутренних финансовых условий во всех сценариях предполагается их постепенное смягчение, поддерживающее сбалансированный экономический рост, что будет определяться рядом факторов. По мере закрепления инфляции вблизи 4% Банк России видит потенциал для снижения ключевой ставки. На среднесрочном горизонте равновесный уровень реальной процентной ставки для России оценивается в 2,50–3,00%, что предполагает возможность снижения номинальной ключевой ставки до 6,50–7,00% при сохранении инфляции вблизи 4%. В прогнозный период снижение ключевой ставки к указанному уровню будет постепенным, с учетом характера инфляционных ожиданий, их реакции на временные факторы, а также изменения склонности к сбережениям и заимствованиям. Банк России будет снижать ключевую ставку таким образом, чтобы, с одной стороны, сохранить привлекательность сбережений в рублях, а с другой – способствовать росту кредита, соответствующему общей экономической динамике, в том числе увеличению доходов. Такой подход необходим для сохранения стимулов к сбережениям у населения и увеличения потребительской активности, не опережающего возможности расширения производства и не создающего инфля-



ционного давления. Постепенное снижение ключевой ставки также призвано способствовать формированию взвешенного подхода у заемщиков к привлечению кредитов, в том числе с учетом сохранения относительно высокого уровня долговой нагрузки в отдельных отраслях (см. Приложение 8).

Банк России также ожидает, что на прогнозном горизонте сохранится разумный консерватизм банков и заемщиков в отношении кредита, учитывая опыт последних лет, когда накопленная в предыдущие годы относительно высокая задолженность стала источником рисков для финансовой устойчивости многих заемщиков, в первую очередь корпоративного сектора. Банк России рассчитывает на то, что банки будут стремиться к дальнейшему улучшению качества кредитных портфелей и снижению просроченной задолженности. Это отразится в том, что смягчение ценовых и неценовых условий кредитования банками будет происходить постепенно. По мере снижения ключевой ставки процентные ставки в финансовом секторе будут также снижаться. При этом уровень долгосрочных ставок еще достаточно долго будет отражать сохранение повышенных инфляционных ожиданий, для снижения которых требуется время.

При смягчении денежно-кредитных условий под влиянием, с одной стороны, снижения ключевой ставки Банком России, а с другой – консервативного подхода банков к отбору заемщиков рост кредитования будет происходить постепенно, не создавая рисков для устойчивости финансового и реального секторов, а также инфляционных рисков. Рост кредитования будет основным источником увеличения денежной массы на всем прогнозном горизонте, после того как в предыдущие несколько лет значимый вклад в удовлетворение спроса на деньги также вносили расходы средств суверенных фондов для финансирования дефицита бюджета. Роль этого источника

денежного предложения будет снижаться по мере планируемого сокращения дефицита бюджета. Банк России будет поддерживать денежно-кредитные условия, при которых рост спроса на деньги будет соответствовать экономическим реалиям, а увеличение денежной массы не будет создавать рисков для динамики инфляции. При этом постепенный рост монетизации экономики продолжится, в том числе по мере развития и повышения уровня технологичности финансового сектора.

Основные прогнозные сценарии Банка России не предполагают формирования системных рисков, создающих угрозу финансовой стабильности. Тем не менее, Банк России располагает набором регулятивных (макропруденциальных) мер, способных купировать эти риски в случае их возникновения. В их состав входят меры системного характера, направленные на повышение общей устойчивости участников рынка к потенциальным шокам, а также секторальные меры, призванные ограничивать риски в отдельных сферах экономики или в отдельных инструментах.

В части системных мер Банк России обладает полномочиями по установлению национальной антициклической надбавки для целей накопления буфера капитала банковским сектором в периоды нарастания системных рисков. Решения по установлению национальной антициклической надбавки принимаются на ежеквартальной основе с учетом динамики кредитного цикла и других индикаторов системных рисков банковского сектора.

В случае возникновения угрозы перегрева тех или иных сегментов финансового рынка Банк России будет применять регулятивные меры, которые в отличие от ключевой ставки, имеющей широкий спектр влияния, будут использоваться для точечного воздействия на отдельные сегменты рынка и группы его участников. Например, при возникновении признаков перегрева



сегмента необеспеченного потребительского кредитования Банк России будет готов повысить коэффициенты риска по необеспеченным потребительским кредитам для расчета норматива достаточности капитала.

В целях ограничения накопления системных рисков, связанных с высоким уровнем валютной задолженности, Банк России может повысить коэффициенты риска по требованиям в иностранной валюте (по требованиям в иностранной валюте к физическим лицам и/или в отношении требований к юридическим лицам в зависимости от характера возникающих рисков).

Банк России будет также совершенствовать практики для повышения оперативности принятия решений в сфере макропруденциальной политики. Для этого, в частности, планируется включить инструменты макропруденциального регулирования в отдельный нормативный акт Банка России, что позволит Совету директоров принимать решения без их дополнительного нормативного оформления.

Во всех сценариях Банк России будет обеспечивать сохранение инфляции вблизи 4%, формируя необходимые денежно-кредитные условия. В случае реализации непредвиденных шоков или рисков, приводящих к отклонению инфляции от цели, Банк России будет принимать меры для ее возвращения к уровням, близким к 4%, с учетом ситуации в экономике и задачи сохранения финансовой стабильности.

В отсутствие непредвиденных шоков на прогнозном горизонте инфляция будет находиться вблизи 4%. При этом в отдельные периоды темпы роста потребительских цен могут быть несколько выше или ниже 4%. Наблюдаемая в настоящее время высокая однородность в динамике потребительских цен по товарным группам, компонентам и регионам сохранится. При этом не исключены краткосрочные эпизоды во-

латильности цен на продовольственные товары, что, как отмечено выше, связано со значительным влиянием на них урожая и конъюнктуры мировых товарных рынков, а также в целом небольшим сроком их хранения, и значит, более быстрой реакцией их цен на те или иные факторы.

Региональные различия в динамике инфляции будут небольшими. При этом возможно некоторое временное ускорение роста цен в 2018 г. в регионах, участвующих в проведении Чемпионата мира по футболу, на фоне роста потребительского спроса в данных регионах. Темпы роста цен несколько выше общероссийских, вероятно, будут наблюдаться в Центральном и Северо-Западном федеральных округах с более значительной долей в потреблении импортных товаров, которые отличаются более высокой волатильностью цен. Но в целом инфляция по федеральным округам будет находиться достаточно близко к 4%.

## Внеэкономические условия на прогнозном горизонте

В части внешних условий среднесрочный прогноз строится на предпосылке о том, что внешнеэкономические факторы не будут оказывать значимой поддержки российской экономике, оставаясь ключевым источником неопределенности, в том числе с учетом геополитического фона.

Банк России предполагает сохранение международных финансовых санкций на всем прогнозном горизонте. Их сдерживающее влияние продолжит ослабевать с учетом уже произошедшей адаптации к ним российских реального и финансового секторов. Вместе с тем в этих условиях большое значение должны иметь внутренние источники развития, в том числе усиление механизмов перераспределения финансовыми институтами имеющихся долгосрочных внутренних ресурсов. Банк России, в свою очередь, продолжит уделять

большое внимание повышению устойчивости банковского и финансового секторов в целом, развитию национальной платежной системы, обеспечивая их способность обслуживать экономические отношения при любых изменениях внешних условий. Учитывая заявления международных партнеров о возможности дальнейшего ужесточения финансовых санкций в отношении России, Банк России проводит анализ стрессовых сценариев для оценки возможных эффектов и способности адаптации к ним финансового сектора, публикуя результаты в специальных тематических документах. В частности, такая информация содержится в выпускаемом Банком России Обзоре рисков финансовых рынков.

Банк России ожидает, что привлекательность вложений в активы стран с формирующимися рынками, а также в рублевые активы сохранится. По заявлениям крупнейших центральных банков, в условиях отсутствия существенного инфляционного давления и умеренных темпов роста глобальной экономики нормализация их денежно-кредитной политики будет происходить постепенно. В частности, ФРС США планирует медленно повышать процентную ставку и поэтапно сокращать свой баланс, прекращая реинвестировать поступления от погашаемых ценных бумаг. ЕЦБ намерен анонсировать подходы к сворачиванию нестандартных мер осенью 2017 года. Ожидается, что они также будут иметь постепенный, растянутый во времени характер. На этом фоне уровень процентных ставок на мировых финансовых рынках будет оставаться относительно низким, с тенденцией к плавному повышению. В этих условиях и при отсутствии непредвиденных шоков потоки портфельных инвестиций будут в основном направлены в страны с формирующимися рынками, а премии за риск на их активы, в том числе рублевые, будут в среднем сопоставимы с уровнем 2017 года. Не исключено возникновение эпизодов

временной волатильности мировых финансовых рынков и потоков капитала под влиянием как экономических, так и геополитических факторов. При этом российские активы будут оставаться одними из наиболее привлекательных для вложений среди стран с формирующимися рынками, учитывая невысокий уровень государственного долга, достигнутую стабилизацию экономической ситуации, в том числе мерами макроэкономической политики, переход к положительным темпам роста экономики и снижению инфляции. Принимая решение по ключевой ставке, Банк России продолжит учитывать ее влияние на динамику курса рубля, относительную привлекательность рублевых активов, интенсивность и направление потоков капитала, в том числе оценивая, чтобы их движение не создавало рисков для финансовой стабильности в случае действия непредвиденных факторов.

Структура внешнеторговых отношений России существенно не изменится на прогнозном горизонте. При этом сохранится неоднородность тенденций по странам с развитыми и формирующимися рынками. С учетом восстановительных процессов в глобальной экономике темпы прироста стран – торговых партнеров ожидаются несколько выше 2% и, соответственно, значений 2015–2017 годов. Это отразится в небольшой поддержке российской экономики со стороны внешнего спроса по сравнению с предыдущими годами. С учетом сдержанного восстановления экономической активности и политики центральных банков, направленной на сохранение ценовой стабильности, динамика внешней инфляции не станет фактором дополнительного инфляционного давления в России. Что касается мировых продовольственных рынков, то, ориентируясь на прогнозы международных организаций, Банк России закладывает небольшое повышение цен на них, не создающее угроз отклонения внутрен-

**Основные параметры прогнозных сценариев Банка России  
(приrost в % к предыдущему году, если не указано иное)**

|  | 2016 (факт) | 2017      | 2018             |                         | 2019             |                         | 2020             |                         |
|--|-------------|-----------|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|
|  |             |           | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий |
| Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель          | 42          | 50        | 44               | 56                      | 42               | 59                      | 42               | 60                      |
| Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года                           | 5,4         | 3,5-3,8   | 4,0              | 4,0                     | 4,0              | 4,0                     | 4,0              | 4,0                     |
| Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году                       | 6,5         | 4,0       | 4,0              | 4,0                     | 4,0              | 4,0                     | 4,0              | 4,0                     |
| Валовой внутренний продукт   | -0,2        | 1,7-2,2   | 1,0-1,5          | 1,5-2,0                 | 1,5-2,0          | 1,5-2,0                 | 1,5-2,0          | 1,5-2,0                 |
| Расходы на конечное потребление  | -3,5        | 2,5-3,0   | 1,0-1,5          | 2,0-2,5                 | 1,5-2,0          | 2,5-3,0                 | 2,5-3,0          | 2,5-3,0                 |
| – Домашних хозяйств  | -4,5        | 3,0-3,5   | 1,5-2,0          | 3,0-3,5                 | 2,0-2,5          | 3,0-3,5                 | 3,0-3,5          | 3,0-3,5                 |
| Валовое накопление   | 1,5         | 6,0-7,0   | 1,0-2,0          | 4,5-5,5                 | 2,0-3,0          | 2,5-3,5                 | 1,5-2,5          | 2,5-3,5                 |
| – валовое накопление основного капитала                                  | -1,8        | 4,0-4,5   | 1,0-1,5          | 3,0-3,5                 | 1,0-1,5          | 2,5-3,0                 | 2,3-2,8          | 2,5-3,0                 |
| Экспорт  | 3,1         | 3,5-4,0   | 1,5-2,0          | 1,5-2,0                 | 1,5-2,0          | 1,5-2,0                 | 1,5-2,0          | 1,5-2,0                 |
| Импорт   | -3,8        | 13,0-13,5 | 2,0-2,5          | 7,5-8,0                 | 3,0-3,5          | 5,5-6,0                 | 4,0-4,5          | 5,5-6,0                 |
| Денежная масса в национальном определении                                | 9,2         | 8-11      | 9-12             | 10-13                   | 9-12             | 9-12                    | 8-11             | 8-11                    |
| Кредит финансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте | -0,6        | 3-5       | 5-7              | 7-10                    | 7-10             | 8-11                    | 7-10             | 8-11                    |

Источник: Банк России.

Показатели платежного баланса России\*  
(млрд долл. США)

|   | 2016 (факт) | 2017             |                         | 2018             |                         | 2019             |                         | 2020             |                         |
|---|-------------|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|------------------|-------------------------|
|   |             | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий | Базовый сценарий | Альтернативный сценарий |
| <b>Счет текущих операций</b>                                      | <b>26</b>   | <b>30</b>        | <b>40</b>               | <b>4</b>         | <b>38</b>               | <b>4</b>         | <b>4</b>                | <b>37</b>        |                         |
| Торговый баланс   | 90          | 102              | 112                     | 78               | 113                     | 80               | 80                      | 115              |                         |
| Экспорт   | 282         | 330              | 348                     | 313              | 363                     | 322              | 322                     | 374              |                         |
| Импорт  | -192        | -228             | -236                    | -235             | -250                    | -242             | -242                    | -259             |                         |
| Баланс услуг  | -24         | -28              | -27                     | -28              | -28                     | -29              | -29                     | -29              |                         |
| Экспорт   | 51          | 55               | 61                      | 60               | 63                      | 63               | 63                      | 65               |                         |
| Импорт  | -74         | -84              | -88                     | -89              | -91                     | -92              | -92                     | -94              |                         |
| Баланс первичных и вторичных доходов                              | -41         | -43              | -45                     | -45              | -47                     | -47              | -47                     | -49              |                         |
| Счет операций с капиталом   | -1          | 0                | 0                       | 0                | 0                       | 0                | 0                       | 0                |                         |
| <b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b> | <b>25</b>   | <b>30</b>        | <b>40</b>               | <b>4</b>         | <b>38</b>               | <b>4</b>         | <b>4</b>                | <b>37</b>        |                         |
| <b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>                  | <b>-17</b>  | <b>-6</b>        | <b>-7</b>               | <b>-4</b>        | <b>2</b>                | <b>-4</b>        | <b>-4</b>               | <b>4</b>         |                         |
| Сектор государственного управления и центральный банк             | 3           | 12               | 8                       | 6                | 7                       | 6                | 6                       | 7                |                         |
| Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)                 | -20         | -17              | -15                     | -10              | -5                      | -10              | -10                     | -3               |                         |
| <b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>   | <b>-8</b>   | <b>-24</b>       | <b>-32</b>              | <b>0</b>         | <b>-39</b>              | <b>0</b>         | <b>0</b>                | <b>-40</b>       |                         |

\* В знаках РПБ5.

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

Источник: Банк России.

ней инфляции от цели 4%. В случае возникновения локальных ценовых всплесков на указанных рынках Банк России будет учитывать масштаб их влияния на динамику инфляции и инфляционных ожиданий.

## Сценарные развилки среднесрочного прогноза

В части конъюнктуры сырьевых рынков Банк России исходит из предпосылки о сохранении невысоких цен на энергоносители как на трехлетнем горизонте, так и неограниченное время за его пределами. Независимо от направления их динамики цены на сырьевые товары будут оставаться существенно ниже предкризисных уровней. Ограничением для существенного роста цен на нефть останется снижение себестоимости добычи нефти, а также невысокие темпы роста спроса на нее в связи с ожидаемой динамикой глобальной экономики и снижением энергоемкости производства, развитием технологий извлечения энергии из альтернативных источников.

Учитывая высокую зависимость внутренней экономической ситуации, уровня доходов, состояния платежного баланса от добычи и продажи сырья и, следовательно, конъюнктуры глобальных сырьевых рынков, Банк России рассматривает на прогнозном периоде сценарную развилку именно по цене на нефть.

Направление изменения нефтяных цен будет зависеть от соотношения спроса и предложения на глобальном рынке, которое определяется динамикой мировой экономики, перспективами продления соглашения об ограничении добычи нефти странами-экспортерами и интенсивностью ее поставок крупными игроками, не входящими в соглашение.

Сохраняя консервативный подход к предпосылкам прогноза, а также опираясь на наиболее вероятный вариант развития

событий, Банк России закладывает в **базовый сценарий** постепенное снижение цены на нефть марки Urals до 40 долл. США за баррель к середине 2018 года<sup>4</sup>. Предполагается сохранение средних цен на нефть в реальном выражении вблизи этого уровня на всем прогнозном горизонте<sup>5</sup>. Среднегодовая номинальная цена на нефть при этом составит 44 долл. США за баррель в 2018 г. и около 42 долл. США за баррель в 2019–2020 годах. Такой динамике цен на нефть будут способствовать невысокие темпы роста спроса на энергоносители при текущих прогнозах роста глобальной экономики, с одной стороны, при существенном и устойчивом увеличении их добычи на сланцевых месторождениях в США, а также иными поставщиками – с другой. На этом фоне стимулы для продления соглашений об ограничении добычи странами – экспортерами нефти в марте 2018 г. могут ослабнуть, что приведет к снижению цен на нефть. Базовый сценарий Банка России по своим параметрам близок к базовому прогнозу Министерства экономического развития России. В **альтернативном сценарии** Банк России рассматривает постепенное увеличение цен на нефть до 60 долл. США за баррель в среднем за 2020 г. в предпосылке о более динамичном росте глобальной экономики и спроса на энергоносители, в том числе за счет Китая, а также продлении соглашений об ограничении добычи нефти в 2018 году.

В **базовом сценарии** снижение цен на нефть и доходов от экспорта в течение 2018 г. приведет к временному замедлению темпов прироста российской экономики в 2018 г. до 1,0–1,5% (относительно 1,7–2,2%, по оценке, в 2017 г.). Замедление роста доходов и связанное с ним ло-

<sup>4</sup> Далее в данном разделе при упоминании цены на нефть подразумевается цена на нефть марки Urals.

<sup>5</sup> С учетом внешней инфляции на уровне 2%.

кальное изменение настроений компаний и домашних хозяйств отразятся в ослаблении динамики инвестиций и потребления. Вместе с тем существенного ухудшения экономической ситуации не произойдет, учитывая, что российская экономика уже пережила период адаптации к низким ценам на нефть, которые, в частности, в среднем за 2016 г. составили 42 долл. США за баррель. В дальнейшем в 2019–2020 гг. темпы прироста ВВП восстановятся до 1,5–2%, которыми ограничен потенциал роста российской экономики на среднесрочном горизонте в связи с действием структурных факторов.

Умеренное восстановление кредита и денежной массы (см. таблицу с параметрами прогноза) будет определяться, с одной стороны, уровнем экономической активности, а с другой – постепенным смягчением денежно-кредитных условий под влиянием снижения ключевой ставки Банком России по мере закрепления инфляции вблизи 4%. Изменение чистых иностранных активов банковской системы не будет вносить существенного вклада в динамику денежной массы.

В условиях снижения цен на нефть и сохранения положительной динамики импорта на фоне роста внутреннего спроса сальдо торгового баланса и счета текущих операций платежного баланса снизятся относительно уровней 2017 г. (см. таблицу с параметрами прогноза). В отдельные периоды на прогнозном горизонте не исключено временное снижение сальдо счета текущих операций до отрицательных значений, что не несет каких-либо рисков для российской экономики. Неблагоприятное влияние на экономическую ситуацию и финансовую стабильность может оказывать только продолжительное сохранение отрицательного текущего счета с преобладанием неинвестиционного импорта в его структуре. В таком случае страна финансирует текущее

потребление за счет наращивания внешних обязательств. Если же отрицательный текущий счет формируется в том числе вследствие значительного объема импорта инвестиционных товаров, оборудования, технологий, то в долгосрочной перспективе такая динамика может даже благоприятно сказаться на экономике. В частности, в 2017 г. инвестиционный импорт растет опережающими темпами относительно потребительского, его дальнейшая динамика будет зависеть от перспектив структурных преобразований.

Сальдо финансового счета на прогнозном горизонте заметно снизится относительно предыдущих лет. С одной стороны, это будет связано с сохранением привлекательности инвестиций в рублевые активы при более высоких процентных ставках внутри страны относительно зарубежных рынков и при достаточно стабильной макроэкономической ситуации. С другой стороны, снижение экспортных доходов в предстоящий период обусловит уменьшение возможностей по наращиванию иностранных активов. По мере снижения цены на нефть к 40 долл. США за баррель Минфин России прекратит покупки иностранной валюты на валютном рынке в соответствии с параметрами бюджетного правила, что выразится в отсутствии роста валютных резервов страны в 2019–2020 годах.

При относительно неблагоприятных условиях внешней торговли, сохранении текущей сырьевой направленности структуры экономики и невысоких потенциальных темпах ее роста на среднесрочном горизонте отсутствуют предпосылки для продолжения фундаментального укрепления рубля, наблюдавшегося в 2017 году. В отсутствие негативных шоков и в условиях относительно высокого интереса иностранных инвесторов к вложению в российские активы при сохранении значительного положительного дифференциала процентных



ставок на прогнозном горизонте не ожидается существенных и устойчивых однопавленных изменений валютного курса и, соответственно, заметного вклада его динамики в инфляцию.

В **альтернативном сценарии** постепенное увеличение среднегодовой цены на нефть на прогнозном горизонте до 60 долл. США за баррель в 2020 г. окажет некоторую поддержку доходам от внешнеэкономической деятельности и настроениям домашних хозяйств и бизнеса. Поэтому темпы роста заработной платы, инвестиций и потребления в данном сценарии предполагаются несколько выше, чем в базовом. Вместе с тем при сохранении структурных ограничений ежегодное увеличение ВВП, как и в базовом сценарии, не превысит 1,5–2%. В этих условиях часть прироста внутреннего спроса будет обеспечиваться за счет более активных закупок импорта.

Темпы роста кредитования и денежной массы в данном сценарии сформируются несколько выше, чем в базовом, в отсутствие периода замедления экономической активности в 2018 году. В условиях несколько более благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и притока валютной выручки изменение чистых иностранных активов банковской системы будет вносить вклад в источники формирования денежной массы.

На фоне роста цен на нефть сальдо счета текущих операций в данном сценарии сложится выше, чем в базовом. Валютные резервы будут увеличиваться на всем прогнозном горизонте, учитывая проведение Минфином России операций по покупке иностранной валюты на валютном рынке в рамках бюджетного правила. При этом изъятие через операции Минфина России части поступлений по текущему счету создаст предпосылки к сокращению оттока частного капитала. Этому также будет способствовать и относительная привле-

кательность российской экономики при более высоких ценах на нефть, чем в базовом сценарии. В этих условиях курс рубля сложится несколько выше, чем в базовом сценарии, однако учитывая применение бюджетного правила Минфином России, формирования тенденции к укреплению рубля в среднесрочной перспективе в прогнозе не предполагается.

Как в базовом, так и в альтернативном сценарии Банк России будет постепенно снижать ключевую ставку, при этом обеспечивая закрепление годовой инфляции вблизи 4%. С одной стороны, смягчение денежно-кредитных условий будет поддерживать экономическую активность, а с другой стороны, оно будет происходить таким образом, чтобы динамика внутреннего спроса не формировала инфляционных рисков, соответствуя возможностям расширения производства товаров и услуг. В альтернативном сценарии при относительно более крепком рубле, чем в базовом сценарии, снижение ключевой ставки может происходить несколько быстрее.

## Риски среднесрочного прогноза

Отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте возможно в случае существенного изменения внутренних или внешних условий относительно предпосылок и параметров прогноза Банка России, изложенных выше. При этом факторы, приводящие к отклонению фактического развития событий от сценарных проектировок, могут иметь как устойчивый, так и краткосрочный характер.

К временным факторам можно отнести неблагоприятные погодные условия, которые могут сложиться в любом из сельскохозяйственных сезонов на трехлетнем горизонте. Сами по себе данные события ведут к краткосрочному отклонению ин-

фляции от цели и не требуют реакции денежно-кредитной политики. В то же время, учитывая высокую чувствительность инфляционных ожиданий к изменению цен данных товаров, возможен их рост и сохранение на высоком уровне продолжительное время. В этих условиях может потребоваться реакция со стороны денежно-кредитной политики.

Устойчивое влияние на инфляцию могут оказать изменения в поведении домашних хозяйств или бизнеса при сохранении структурных ограничений. В частности, в случае более резкого изменения предпочтений к сбережениям и заимствованиям у домашних хозяйств, чем предполагается в описанных сценариях, возможности производства товаров и услуг не смогут покрыть возросший спрос, что отразится в увеличении инфляционного давления. Ретроспективный анализ показывает, что население не склонно быстро изменять модель поведения, но такой вариант развития событий нельзя полностью исключить. Кроме того, проинфляционным фактором может стать ускоренный рост заработных плат относительно динамики производительности труда в условиях конкуренции компаний за квалифицированные трудовые ресурсы при демографических ограничениях. В случае действия указанных факторов Банк России будет вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику для сохранения инфляции вблизи 4%. Аналогичная реакция может потребоваться и в случае устойчивого сохранения инфляционных ожиданий на повышенном уровне.

Кроме того, существенное отклонение инфляции и темпов роста экономики от параметров описанных сценариев может вызвать резкое ухудшение внешнеэкономических условий, в том числе значительное падение цен на энергоносители (до 25 долл. США за баррель). Такое развитие событий возможно в случае ухудшения ситу-

ации в экономике Китая относительно прогнозов и, как следствие, снижения темпов роста глобальной экономики. В этом случае произойдет существенное сокращение доходов от внешнеторговой деятельности, ухудшение настроений и снижение ВВП в 2018 году. Переоценка перспектив роста российской экономики отразится в увеличении отрицательного сальдо финансового счета и ослаблении рубля, что вызовет ускорение инфляции и рост инфляционных ожиданий. В этом случае Банк России будет сохранять умеренно жесткую денежно-кредитную политику более длительное время для возвращения инфляции к уровням вблизи 4%. Кроме того, Банк России будет готов применять специальные меры при возникновении угроз для финансовой стабильности. Вместе с тем плавающий курс позволит смягчить эффект ухудшения внешних условий. Проведение бюджетной политики в рамках установленных правил будет способствовать сохранению устойчивости государственных финансов. В случае сохранения цены на нефть на низком уровне на всем прогнозном горизонте темпы прироста ВВП выйдут в положительную область, а инфляция вернется к близким к 4% значениям в 2019 году.

Принимая решения по денежно-кредитной политике на прогнозном горизонте, Банк России будет учитывать структурные характеристики экономики и особенности ценообразования в России, рассматривать характер и устойчивость внутренних и внешних факторов, влияющих на экономическую ситуацию и динамику цен, оценивать риски для инфляции, экономического роста, финансовой стабильности. Для закрепления инфляции вблизи 4% важно создать условия для стабилизации инфляционных ожиданий на низком уровне, снижения их чувствительности к влиянию временных факторов, обеспечить доверие к проводимой денежно-кредитной политике. Это бу-

дет требовать сохранения осторожного, взвешенного подхода к изменению ключевой ставки при постепенной реализации потенциала ее снижения, а также четкой и последовательной коммуникации. Только по мере формирования доверия к проводимой Банком России политике можно будет говорить о долговременно устойчивом результате по обеспечению ценовой стабильности.

\*\*\*

Банк России на ежеквартальной основе проводит уточнение прогнозных расчетов по мере поступления новых данных, а также реализации тех или иных событий. Это позволяет принимать решения по денежно-кредитной политике на основе актуальной и наиболее полной информации. Обновленные параметры прогноза с развернутыми комментариями регулярно публикуются в Докладе о денежно-кредитной политике Банка России.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1

#### *График заседаний Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в 2018 году*

Банк России планирует проводить в 2018 году заседания Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в соответствии со следующим графиком:

9 февраля;

23 марта;

27 апреля;

15 июня;

27 июля;

14 сентября;

26 октября;

14 декабря.

Заседания Совета директоров Банка России 23 марта, 15 июня, 14 сентября и 14 декабря будут сопровождаться публикацией Доклада о денежно-кредитной политике и проведением пресс-конференции для представителей средств массовой информации.

Предполагаемое время публикации пресс-релизов о решении Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики – 13:30 по московскому времени.

## Приложение 2

### *Опросы о проблемах, беспокоящих население и бизнес*

В ходе опросов население и представители бизнеса неизменно называют инфляцию одной из основных проблем. В то же время по мере снижения инфляции острота данной проблемы уменьшается:

- По опросу ООО «инФОМ», с 2015 по 2017 г. инфляция оставалась на первом месте среди проблем, беспокоящих население, однако доля опрошенных, назвавших ее, снизилась с 57 до 43%.
- По опросу ВЦИОМ, с 2015 по 2017 г. инфляция переместилась с первого на восьмое место в списке основных проблем, беспокоящих население.
- По опросу РСПП, для российских предприятий значимость инфляции как проблемы в 2016 г. по сравнению с 2015 г. также снизилась. Для иностранных компаний, напротив, в 2016 г. инфляция вышла на первое место<sup>1</sup>.

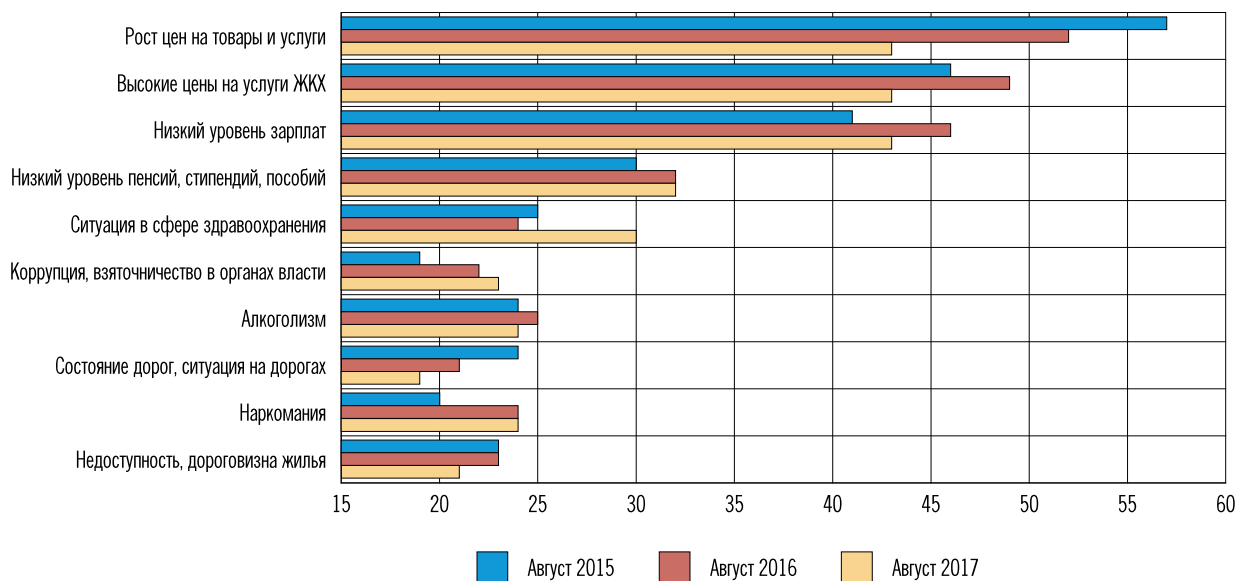
При этом постепенное снижение инфляции и ее закрепление вблизи 4% позволяет смягчить ряд других проблем, на которые также указывает население в ходе опросов. В частности, следующие проблемы:

- Низкий уровень зарплат: чем меньше инфляция, тем меньше обесцениваются доходы граждан.
- Высокие цены на услуги ЖКХ: последние годы Правительство Российской Федерации следует правилу индексации тарифов ЖКХ на величину не выше инфляции. Соответственно, чем меньше инфляция, тем меньше растут цены на услуги ЖКХ.

---

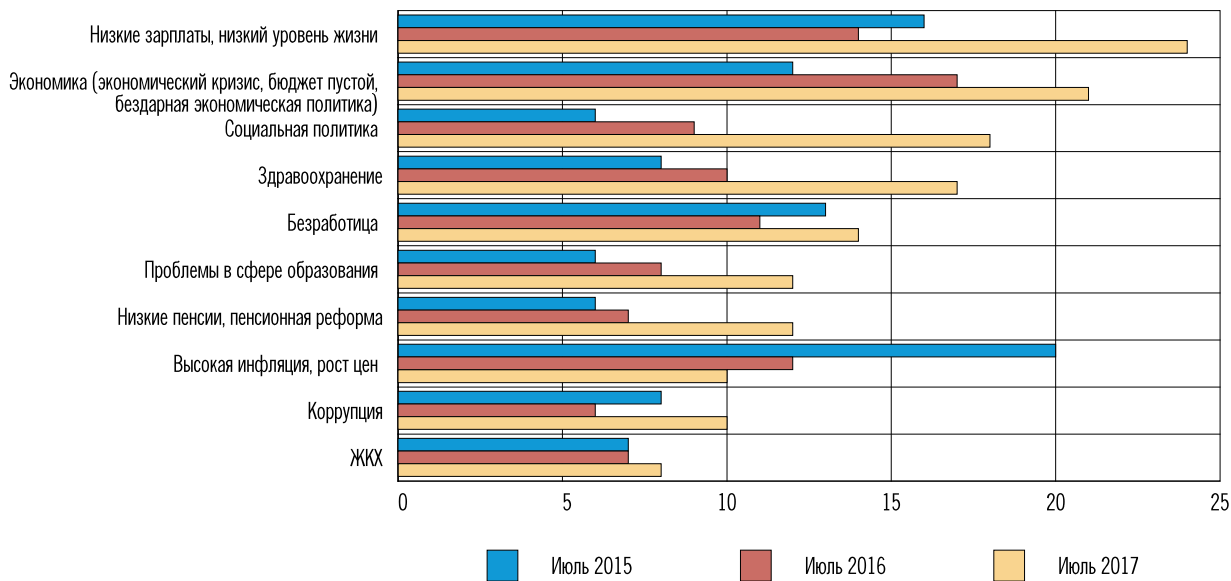
<sup>1</sup> Опрос, проведенный в рамках Всемирного экономического форума, обновление выйдет в сентябре.

**Проблемы, которые беспокоят россиян (ООО «инФОМ», %)**



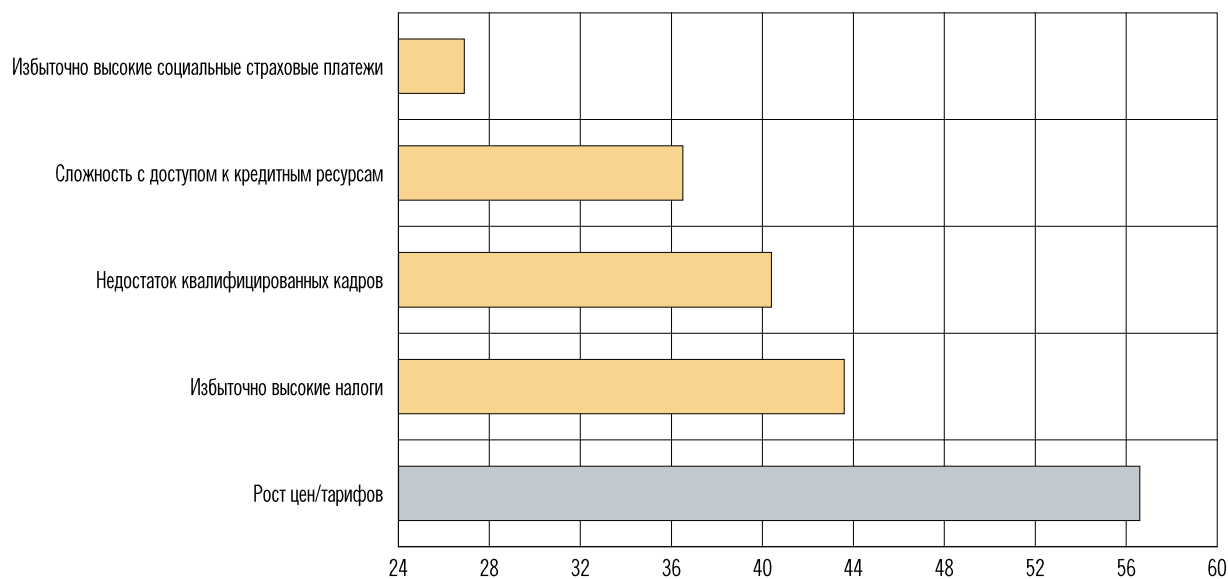
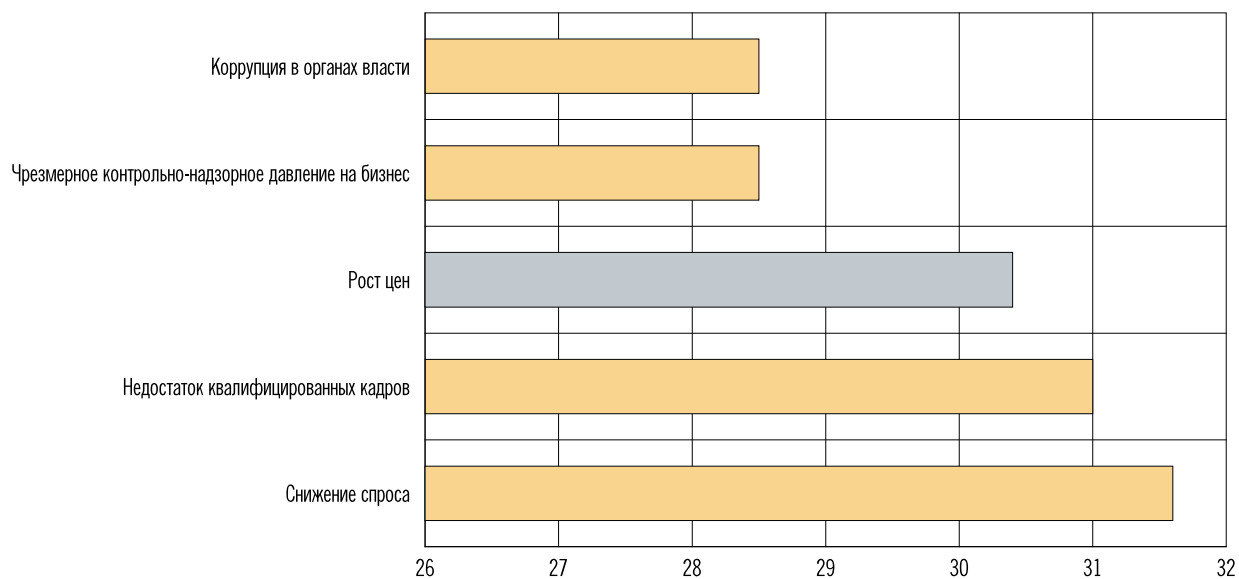
Источник: опросы ООО «инФОМ».

**Проблемы, которые беспокоят россиян (ВЦИОМ, %)**

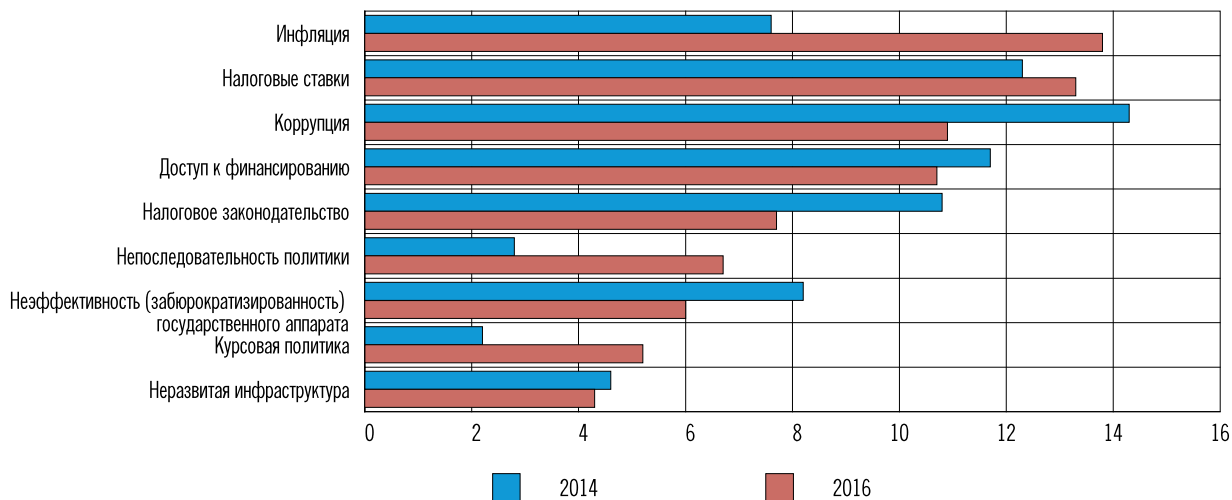


Источник: опросы ВЦИОМ.



**Доклад РСПП о состоянии делового климата: проблемы, беспокоящие российский бизнес (2015 г., %)****Доклад РСПП о состоянии делового климата: проблемы, беспокоящие российский бизнес (2016 г., %)**

**По мнению иностранных компаний, инфляция снижает конкурентоспособность России и ухудшает деловой климат (Всемирный экономический форум\*)**



\* Международная организация ВЭФ ежегодно опрашивает представителей бизнеса на предмет их оценки национальной конкурентоспособности

## Приложение 3

### Влияние инфляции на социальное неравенство

Ценовая стабильность является неотъемлемым элементом благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса, для устойчивого экономического роста. Она необходима для планирования инвестиций, защищает сбережения от инфляционного обесценения. Кроме того, низкая и стабильная инфляция является важным условием социальной стабильности.

При прочих равных условиях высокая инфляция способствует усилению социального неравенства, росту дифференциации доходов, так как наиболее негативно влияет на благополучие людей с низким уровнем достатка.

В ходе социологических опросов российские граждане неслучайно называют высокую инфляцию и низкий уровень доходов в числе самых острых для себя проблем (см. Приложение 2).

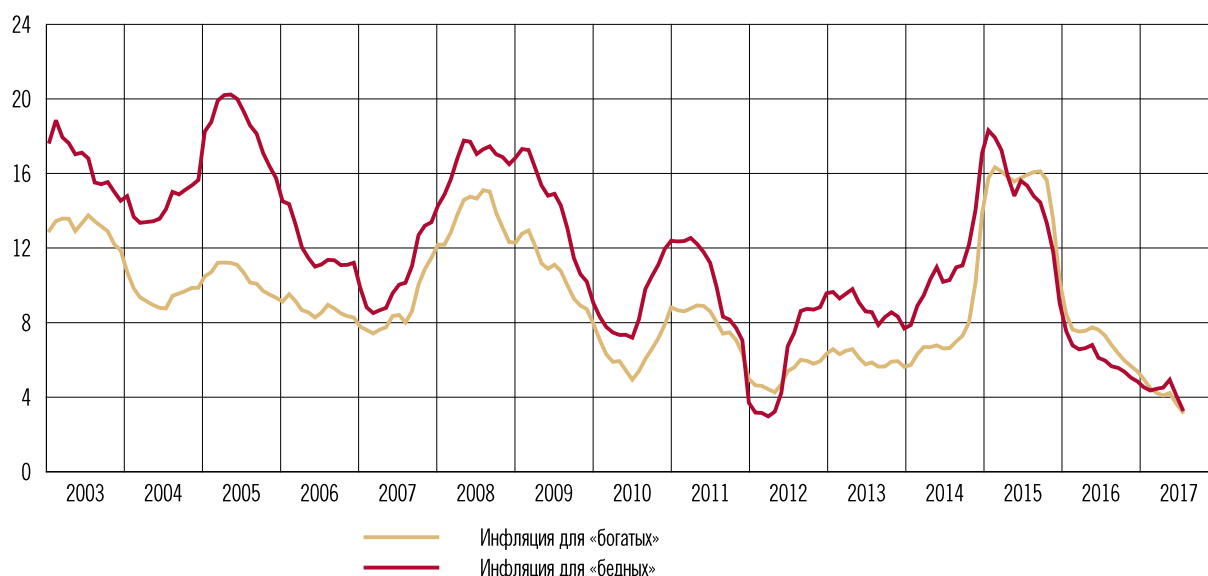
#### При высокой инфляции расходы «бедных» растут быстрее...

Во-первых, люди с низким достатком сильнее страдают от инфляции вообще: высокие темпы роста цен более критичны для «бедных», чем для «богатых». В потреблении семей с низкими доходами основную часть составляют товары первой необходимости, и объемы их потребления близки к минимально необходимому для жизни уровню. Такие семьи не могут в ответ на рост цен сократить потребление большинства товаров или переключиться на их более дешевые аналоги – они и так потребляют самые дешевые товары и в минимальном количестве.

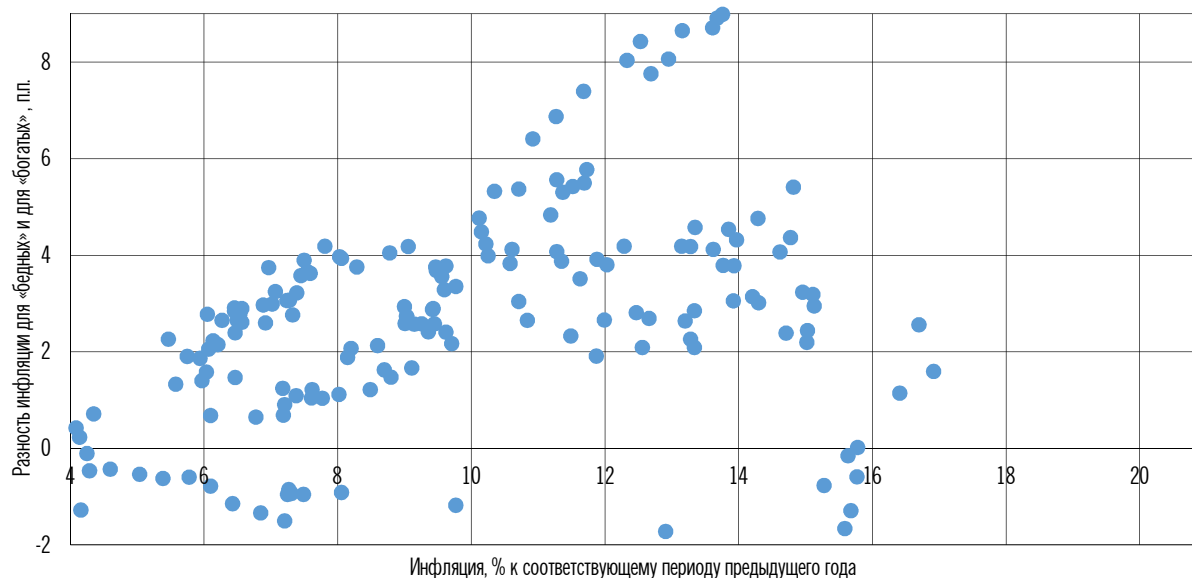
В результате рост цен товаров первой необходимости ведет к сокращению потребления малообеспеченными людьми других товаров и резкому ухудшению качества жизни «бедной» части населения.

Во-вторых, как правило, при высокой инфляции рост цен не одинаков для «богатых» и «бедных», и для «бедных» он выше. Наборы товаров и услуг, потребляемых людьми

#### Динамика инфляции для «бедных» и для «богатых»



## Соотношение инфляции и разности инфляции для «бедных» и для «богатых»



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

с низким и высоким доходом, существенно различаются, и в периоды высокой инфляции набор для «бедных» чаще всего дорожает быстрее.

Это можно увидеть на примере динамики стоимости условных потребительских корзин для «бедных» и для «богатых»<sup>1</sup> в России в период с 2003 по 2017 год. В периоды высокой инфляции инфляция для «бедных» была выше инфляции для «богатых». В 2005 г. разница достигала 9 процентных пунктов. При этом существенный вклад в разницу между инфляцией для «бедных» и для «богатых» вносил опережающий общую инфляцию темп роста цен на услуги ЖКХ в 2003–2013 гг.<sup>2</sup>, учитывая, что их доля в потребительской корзине для «бедных» выше. Начиная с I квартала 2016 г., когда инфляция приблизилась к 7% и затем стабильно снижалась, темпы инфляция для «бедных» и для «богатых» почти сравнялись.

По оценкам, существует устойчивая зависимость между темпом общей инфляции и дифференциацией темпов инфляции для «богатых» и для «бедных»: чем выше общий темп инфляции, тем выше эта разница и, соответственно, больше различий в темпе падения покупательной способности для «бедных» и «богатых».

Таким образом, снижение инфляции ведет к снижению разницы в росте стоимости жизни для «бедных» и для «богатых».

### ...а доходы медленнее

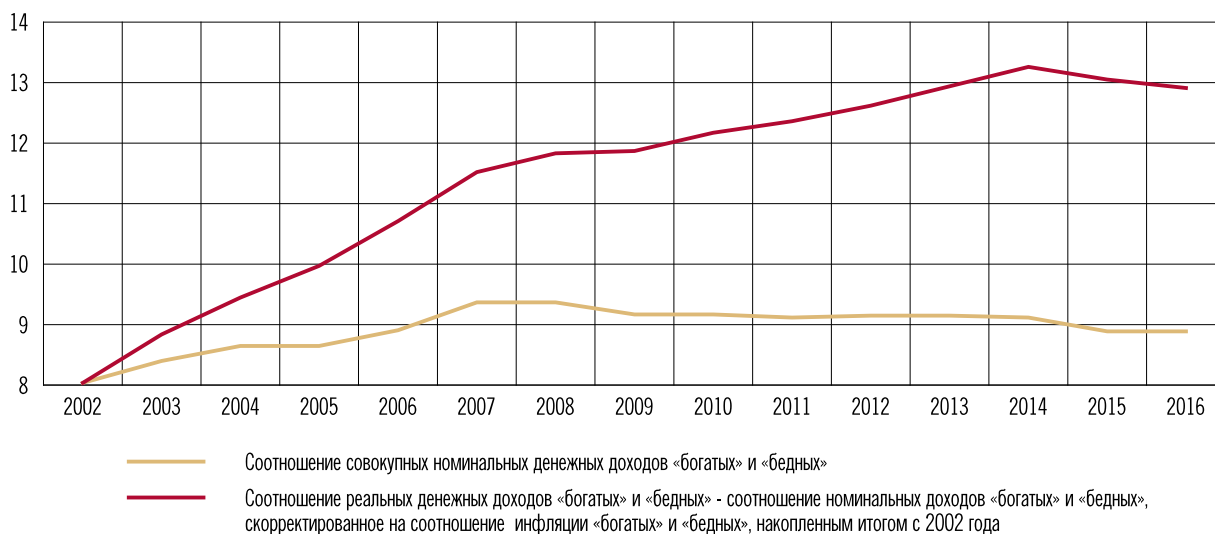
Как правило, номинальные доходы людей с низким достатком относительно стабильны, и в периоды высокой инфляции их реальные доходы обычно растут медленнее или со-

<sup>1</sup> В условную корзину для «бедных» были включены хлеб, мясо, молочная продукция, яйца, макароны, овощи, чай, табак, алкоголь, услуги ЖКХ, общественный транспорт с теми же весами, с которыми данные компоненты входят в корзину ИПЦ, используемую Росстатом, а также одежда и обувь с весами вдвое меньше. За тем веса были нормированы так, чтобы сумма весов составила 100%.

Условная корзина для «богатых» состоит из всех товаров корзины ИПЦ, при этом веса скорректированы так, что веса тех товаров, которые входят в корзину для «бедных», – в 2,5 раза меньше, а остальных товаров пропорционально увеличены, чтобы сумма весов составила 100%.

<sup>2</sup> За исключением 2009 и 2011 годов.

## Соотношение денежных доходов «богатых» и «бедных»\*



\* Под денежными доходами «богатых» подразумеваются совокупные денежные доходы 20% населения с наибольшими доходами. Под денежными доходами «бедных» - совокупные денежные доходы 20% населения с наименьшими доходами.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

кращаются быстрее, чем доходы «богатой» части населения. На это указывает анализ соотношения доходов 20% людей с высокими доходами и 20% – наименее низким уровнем доходов. Разница в номинальных доходах этих двух групп россиян увеличилась незначительно в период с 2002 по 2016 г., в то время как разница в реальных доходах существенно выросла. При этом разрыв начал сокращаться в последние годы вслед за замедлением инфляции.

Таким образом, по мере закрепления инфляции вблизи 4% влияние инфляции как фактора роста социального неравенства значительно уменьшится.

## Приложение 4

### *Обоснование цели по инфляции – вблизи 4%*

Общепризнано, что высокая и волатильная инфляция несет издержки для экономики. Прежде всего она затрудняет реализацию долгосрочных проектов и инвестиций. Финансируя инвестиционные проекты, кредиторы вынуждены учитывать высокую инфляцию в ставках по кредитам, поскольку они хотят получить доход от вложений. Производителям сложно планировать свою деятельность и оценить, окупятся ли их вложения. Кроме того, высокий темп прироста цен требует постоянного пересмотра контрактных цен и заработной платы, что также сопряжено с издержками. Высокая инфляция без компенсирующего повышения заработной платы ведет к снижению реальных доходов населения. При сохранении высоких темпов роста цен продолжительное время и постоянном снижении покупательной способности денег возможен рост социального недовольства и политической нестабильности. Поэтому низкая и стабильная инфляция – необходимое условие стабильного роста и развития экономики.

В то же время экономическая теория не дает однозначного ответа относительно оптимального уровня инфляции в экономике. В ряде исследований приводятся оценки взаимосвязи экономического роста и инфляции. В частности, оценивается некоторый пороговый уровень инфляции, по достижении которого она начинает оказывать негативное влияние на экономический рост. Пороговое значение инфляции в данных работах сильно варьируется. Для стран с формирующимися рынками оно оценивается от 9 до 17%, для развитых стран – от 1 до 3%. Вместе с тем остается открытым вопрос методики разбиения стран на группы в данных исследованиях и однородности стран внутри группы. Это особенно актуально для стран с формирующимися рынками, которые отличаются наибольшей разнородностью в уровне развития экономик. Также в данных работах рассматриваются данные за достаточно длительный период, на котором могли происходить структурные сдвиги в экономиках стран. Кроме того, оценки порогового уровня не учитывают вопрос устойчивости роста экономики, роста без накопления дисбалансов в экономике.

Учитывая сложности оценки оптимального уровня инфляции, большинство центральных банков выбирают уровень цели по инфляции без строго эконометрического обоснования, исходя из особенностей экономики страны, структуры инфляции, необходимости страховки от дефляции.

Выбор цели по инфляции в России также обусловлен особенностями экономики и структурой инфляции. Среди основных аргументов можно выделить следующие:

- **Страховка от дефляции.** Цель по инфляции не должна быть слишком низкой или близкой к нулю, поскольку это может создавать риски дефляции. Дефляция – это снижение общего уровня цен в течение продолжительного времени. При дефляции население склонно откладывать потребление в ожидании снижения цен, производители откладывают инвестиции и сокращают производство. Экономика прекращает расти, благосостояние населения снижается. Возникает угроза затяжного кризиса. Борьба с дефляцией не менее сложно, чем с инфляцией, особенно в условиях, когда ключевая ставка центрального банка близка к нулевому уровню и уровень процентных ставок в стране в целом очень низкий. В современном мире многие развитые страны столкнулись с данной проблемой. По оценкам Банка России, надежная «страховка»



от дефляции в российских условиях – это установление цели по инфляции – вблизи 4%. В потребительской корзине россиянина высока доля товаров и услуг, цены на которые могут довольно сильно колебаться. При этом центральный банк не может воздействовать на цены отдельных товаров. Соответственно, если установить слишком низкую цель по инфляции, при ее достижении по общей корзине на рынках отдельных товаров может наблюдаться дефляция, что негативно скажется на их производстве. Чтобы этого не допустить, цель по инфляции должна быть установлена с «запасом».

- Характер инфляционных ожиданий. Для России характерны высокий уровень и инерционность инфляционных ожиданий. Россияне привыкли жить в условиях высокой инфляции. Ориентируясь на свой опыт, они ожидают повышенных темпов роста цен в будущем. Для снижения инфляционных ожиданий и изменения их характера требуется время. С учетом повышенных инфляционных ожиданий цель по инфляции должна быть установлена «с запасом» (подробнее о динамике инфляционных ожиданий – см. Приложение 6).
- Влияние темпов роста цен импортных товаров. Импортные товары также входят в потребительскую корзину россиян, и темпы роста цен на них влияют на общий уровень цен в стране. Средний уровень инфляции по странам – торговым партнерам России (взвешенный по доле стран в торговом обороте) за последние 10 лет был весьма устойчив – около 4%. При этом, если установить более высокую цель по инфляции в России, чем темпы роста цен у торговых партнеров, то в условиях открытой экономики разница в динамике инфляций будет компенсироваться изменением курса рубля – его устойчивым ослаблением, что может неблагоприятно отражаться на ожиданиях и настроениях экономических агентов.
- Страховка от перехода в область высокой инфляции. Если установить цель по инфляции, например, в интервале 6–8%, то при ее достижении по общей корзине, цены на отдельные потребительские товары могут расти темпами 10–12%, что уже существенно и будет снижать качество жизни россиян. Кроме того, более высокие темпы роста цен на отдельных рынках могут сказываться на инфляционных ожиданиях населения и бизнеса и в итоге привести к ускорению роста цен и на более широкий круг товаров и услуг. Поэтому инфляция 6–8% является неустойчивой, создающей угрозу перехода к более высоким темпам роста цен.

## Приложение 5

### *Индикаторы инфляции, используемые Банком России для анализа динамики потребительских цен*

Цель по инфляции – вблизи 4% – определена для индекса потребительских цен (ИПЦ) Росстата, рассчитанного по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года. Данный показатель выбран на основе следующих критериев:

- репрезентативность (характеризует изменение стоимости набора товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством);
- достаточно высокая частота и оперативность расчета (рассчитывается на ежемесячной основе и публикуется в начале периода, следующего за отчетным);
- открытость методологии расчета;
- признанность и широкое использование субъектами экономики.

В потребительскую корзину, используемую Росстатом для расчета ИПЦ, входит более 500 товаров и услуг, на которые приходится большая часть потребительских расходов населения. Инфляция измеряется как средневзвешенный темп прироста цен на все компоненты потребительской корзины.

Банк России не реагирует на текущее ускорение или замедление инфляции, если влияние вызвавших его факторов будет исчерпано в среднесрочной перспективе и инфляция достигнет уровней, близких к 4%, без принятия дополнительных мер. Такой подход при принятии решения позволяет избежать нежелательной волатильности экономических показателей. При этом Банк России анализирует воздействие указанных факторов на цены более широкого круга товаров и услуг, а также инфляционные ожидания. Если факторы, изначально рассматриваемые как временные, создают существенные риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе, Банк России учитывает эти факторы при принятии решения об уровне ключевой ставки.

Чтобы различать устойчивые или общие тенденции в инфляции и временные отклонения от тренда, вызванные факторами на рынках отдельных товаров и услуг, Банк России рассчитывает множество дополнительных показателей инфляции, которые не учитывают изменения, вызванные временными факторами. Существует несколько методов расчета данных показателей.

#### **Индексы с исключением компонентов по экономическому смыслу**

Банк России использует широкий спектр индексов, получаемых методом исключения из ИПЦ различных компонентов, обладающих особенными экономическими свойствами. Например, **базовая инфляция**, рассчитываемая Росстатом, представляет собой ИПЦ, очищенный от компонентов, динамика цен на которые носит административный, событийный или сезонный характер. Также полезными в анализе бывают более простые индексы, исключающие какие-то отдельные категории товаров или услуг с необычной или волатильной динамикой цен. К таким индексам относятся следующие:

- инфляция без жилищно-коммунальных услуг,
- инфляция без плодоовощной продукции,
- инфляция без регулируемых цен и тарифов,
- базовая инфляция без продовольственных товаров,
- непродовольственные товары без цен на нефтепродукты,
- услуги без жилищно-коммунальных,

- услуги без регулируемых тарифов,
- продовольственные товары без плодоовощной продукции и другие.

Такой спектр индексов дает возможность анализировать динамику цен на потребительскую корзину без определенных групп товаров и услуг. Чаще всего исключаются крайне волатильные цены и тарифы, динамика которых, даже при низком весе в потребительской корзине, может оказывать значимое влияние на инфляцию. Также могут исключаться категории товаров и услуг, цены на которые формируются под воздействием специфичных факторов, нехарактерных для остальных компонентов потребительской корзины. Таким образом, эти индексы описывают динамику инфляции без «шума», создаваемого отдельными товарными группами.

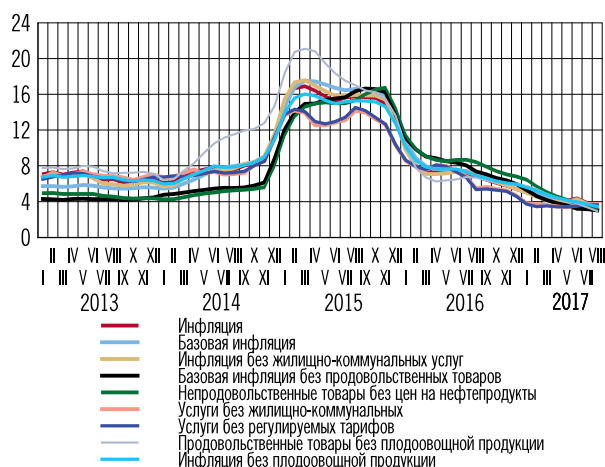
Например, в мае-июне 2017 г. из-за исчерпания запасов и сдвига сроков уборки урожая ускорился рост цен на плодоовощную продукцию. Это привело к тому, что инфляция перестала снижаться в мае и ускорилась в июне. Однако в локальном характере этого фактора легко убедиться, проанализировав динамику инфляции без плодоовощной продукции, которая стабильно снижалась все это время, и прогнозы урожая, не предвещающие негативного развития событий.

### Индексы с исключением компонентов с «выделяющейся» динамикой цен

Некоторой модернизацией описанного выше подхода является построение ИПЦ, очищенного не от определенных компонентов, выбираемых экономистом на основе свойств их ценообразования, а от компонентов, динамика цен на которые выделяется по определенному принципу. Например, в Банке России используются индексы с исключением самых волатильных компонентов, а также с исключением определенной доли товаров и услуг с самыми высокими и низкими темпами роста цен.

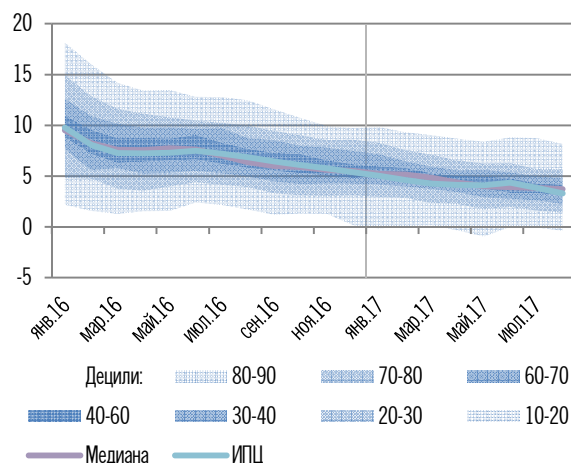
Исключение из ИПЦ групп товаров и услуг с самыми волатильными за последние три месяца компонентами очищает его от резкого изменения цен на рынках различных товаров и услуг. Если почему-либо инфляционная динамика какого-то компонента ИПЦ изменилась, то он исключается из расчета. Как следствие, такой индекс учитывает в себе только товары и услуги с относительно стабильной инфляцией, то есть отражает общую тенденцию в ценах без учета резкого временного изменения цен.

Различные индексы потребительских цен  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



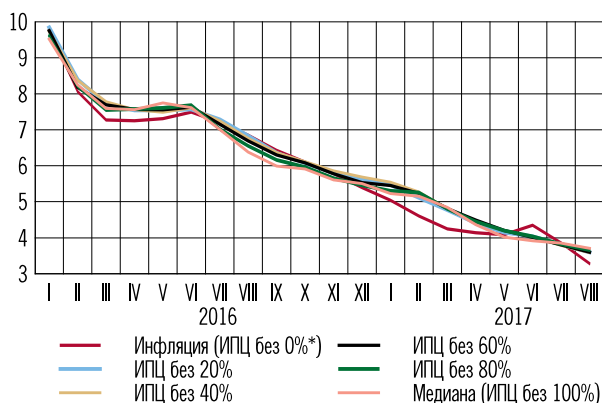
Источники: Росстат, расчеты Банка России

Распределение годовых темпов прироста  
потребительских цен



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Показатели инфляции без товаров и услуг с самым высоким и самым низким темпами роста цен (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



\* ИПЦ без XX%-показателя инфляции, из которого исключены (XX/2)% товаров и услуг с самым низким темпом роста цен и (XX/2)% с самым высоким темпом роста цен.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Динамика показателей средней инфляции за период (%)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Схожим по смыслу является и построение индексов на основе анализа распределения приростов цен на отдельные товары и услуги. ИПЦ, публикуемый Росстатом, является средневзвешенным из индексов цен различных товаров и услуг. В связи с этим, как и любое среднее, он является чувствительным к наличию выбросов. Поэтому полезно при анализе инфляционной динамики рассматривать само распределение приростов цен, медианную инфляцию и инфляцию с исключением определенной доли товаров и услуг с наименьшим и наибольшим приростом цен. Например, анализ распределения дает возможность понять, в каком интервале приростов цен находится определенная доля потребительской корзины, и, таким образом, рассматривать динамику цен на большинство товаров и услуг за исключением выбросов. Медиана распределения – это аналог среднего, то есть инфляции, но она нечувствительна к выбросам, что делает ее динамику менее волатильной. Также полезный показатель можно получить, исключив из расчета ИПЦ долю товаров с самыми высокими и самыми низкими темпами роста цен. Динамика цен на эти товары формируется обычно под воздействием временных факторов на рынках отдельных товаров, что искажает представление об инфляции всей потребительской корзины.

Необходимость такого подхода продиктована очень большим количеством товаров и услуг, входящих в потребительскую корзину. В каждом периоде можно наблюдать большое количество временных немонетарных факторов, воздействующих на отдельные рынки. Выявление каждого из них бывает затруднительно и привносит возможность ошибки в анализ динамики цен. Автоматическое исключение компонентов с «выделяющейся» динамикой позволяет анализировать инфляцию той части потребительской корзины, динамика цен на которую формируется под воздействием более глобальных факторов экономики, на которые может влиять центральный банк.

Например, такой анализ дает понять, что резкое замедление инфляции в начале 2017 г. с последующей ее стабилизацией и ростом было обусловлено динамикой цен на волатильные группы товаров и услуг. Если исключить из расчета ИПЦ по 10% потребительской корзины с самыми высокими и низкими темпами роста цен, то окажется, что полученный показатель имеет стабильную динамику на протяжении всего 2017 года.

### Скользящая средняя инфляция

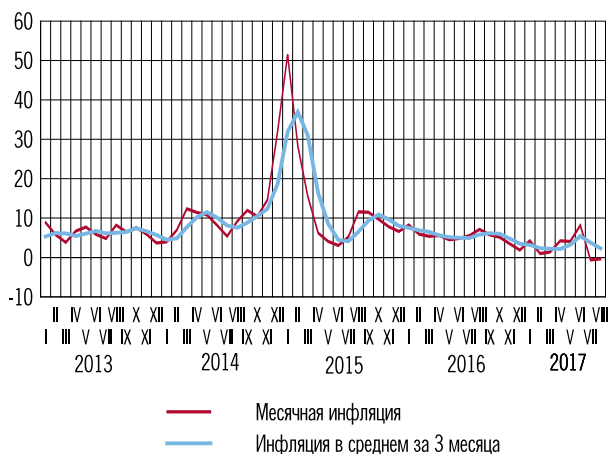
Для анализа тенденций в ценовой динамике используются не только ИПЦ с исключением каких-либо компонентов, но и средняя инфляция за определенный промежуток времени. Такие показатели также «очищены» от разовых факторов, влияние которых исчерпывается в краткосрочном периоде (до года). Однако механизм их «очищения» основан не на исключении волатильных компонентов, а на усреднении положительных и отрицательных существенных приростов цен за разные периоды времени.

В качестве таких показателей в Банке России используются «среднегодовая инфляция», измеряющая средний уровень цен за последние 12 месяцев к среднему уровню цен за предшествующие 12 месяцев, а также средняя двухлетняя инфляция. Такие показатели помогают оценить среднее инфляционное давление за последний год. Большую часть 2017 года годовая инфляция находится вблизи 4%, в то время как средняя инфляция за последние 12 месяцев превышает его. Такая ситуация указывает на то, что ИПЦ приблизился к 4% недавно, а раньше его значение было выше. По мере стабилизации инфляции вблизи 4% оценка среднегодовой инфляции за последние 12 месяцев будет приближаться к оценке годовой инфляции.

### Сезонно сглаженная инфляция

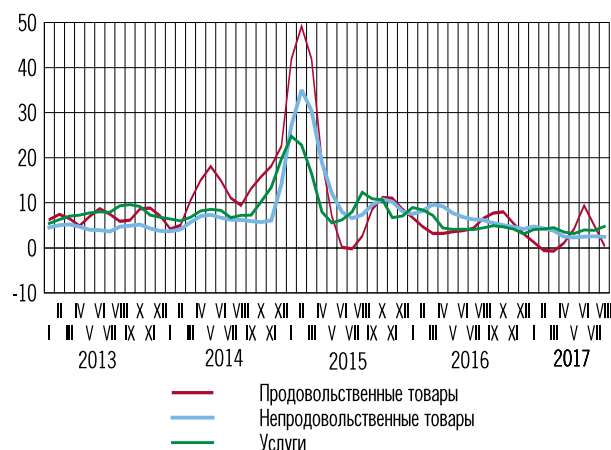
Все предыдущие индексы цен рассчитываются к соответствующему месяцу прошлого года и измеряют уровень годовой инфляции, однако такие показатели подвержены эффекту базы и включают в себя все ценовые резкие изменения цен, произошедшие за последние 12 месяцев. Показатели месячной инфляции лишены этого недостатка и показывают только текущую ценовую динамику. Однако в динамике цен на многие товары и услуги наблюдаются сезонные колебания. Использование годовых индексов в предыдущих показателях автоматически сглаживало сезонную составляющую в них. Однако в экономике применяется и другой метод анализа сезонных данных – коррекция сезонности. Суть метода заключается в анализе динамики ряда и выделении стабильной сезонной составляющей, которая повторяется из года в год. Ряд за вычетом этой сезонной

Показатели месячной инфляции с исключением сезонности (в годовом выражении, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Показатели месячной инфляции с исключением сезонности (в среднем за 3 месяца с исключением сезонности, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

составляющей называется скорректированным на сезонность. Такой метод позволяет анализировать динамику цен не только за последний год, но и за последний месяц.

Однако показатель месячной инфляции даже с исключением сезонности является достаточно волатильным, что затрудняет анализ его динамики. Частично решить эту проблему помогает использование средней инфляции за последние три месяца. При этом для удобства сравнения показателей годовой, месячной и средней за три месяца инфляции, последние два можно рассчитывать в годовом выражении.

Перечень используемых в Банке России подходов к построению альтернативных ИПЦ не исчерпывается описанными выше подходами. Например, для более эффективного анализа ценовой динамики бывает полезно комбинировать некоторые из них. Например, можно проводить коррекцию сезонности не только всего ИПЦ, но и индексов, очищенных от различных компонентов. Также можно исключать товары и услуги с минимальным и максимальным темпами роста цен не только за год, но и за месяц (с коррекцией сезонности).

Широкий спектр описанных показателей позволяет Банку России лучше понимать природу происходящих в экономике страны инфляционных процессов и анализировать динамику цен с целью принятия обоснованных своевременных решений в области денежно-кредитной политики.



## Приложение 6

### *Подходы к оценке инфляционных ожиданий*

Согласно экономической теории инфляционные ожидания в значительной степени определяют динамику инфляции, поскольку именно исходя из своих ожиданий экономические агенты принимают решения о покупках, устанавливают заработные платы и цены. По этой причине способность денежно-кредитной политики устойчиво сохранять инфляцию вблизи цели во многом зависит от того, насколько инфляционные ожидания привязаны к цели по инфляции. Понимание того, как формируются инфляционные ожидания различных экономических агентов, позволяет лучше прогнозировать динамику будущей инфляции и своевременно принимать необходимые меры для предотвращения их роста и, как следствие, отклонения инфляции от цели. Поэтому при проведении политики инфляционного таргетирования центральные банки уделяют особое внимание анализу инфляционных ожиданий и оценке их влияния на инфляцию.

Инфляционные ожидания могут влиять на инфляцию по нескольким каналам в зависимости от типов экономических агентов.

- Компании устанавливают цены и заработную плату, поэтому их ожидания имеют наибольшее значение с точки зрения влияния на инфляцию.
- Население не устанавливает цены, но может влиять на них через изменение потребления и требования к уровню заработной платы. Например, при ожидании ускорения роста цен население может увеличивать потребление определенной группы товаров, что приведет к росту их цен и общей инфляции. В странах с сильными профсоюзами работники могут успешно требовать увеличения заработной платы до определенного уровня, что может отразиться на динамике инфляции как через расширение потребления, так и через рост издержек компаний.
- Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков не влияют напрямую на инфляцию, но могут оказывать влияние косвенно – через влияние на ожидания населения и компаний, которые могут использовать прогнозы аналитиков в качестве информации.
- Инфляционные ожидания государственных органов также важны, поскольку они регулируют цены на ряд товаров и услуг. Кроме того, на них могут ориентироваться компании и население. Например, в отсутствие собственных макроаналитиков компании могут использовать прогноз государственных органов при финансовом планировании.

Значимость влияния инфляционных ожиданий различных групп на инфляцию зависит от многих факторов. Основными являются структура экономики и распределение рыночной власти между спросом и предложением. Например, если рыночная власть смещена в сторону предприятий, то ожидания населения значимы в меньшей степени в сравнении с ожиданиями предприятий.

Характер формирования инфляционных ожиданий можно условно разделить на два типа. Ожидания первого типа – адаптивные, то есть экономические агенты преимущественно ориентируются только на прошлые значения инфляции при прогнозировании будущей динамики инфляции. Ожидания второго типа – рациональные, то есть экономические агенты, опираясь на прошлые значения инфляции, учитывают также факторы будущей динамики инфляции (цели денежно-кредитной политики, ее эффективность,

влияние других факторов в будущем) при ее прогнозировании. Очевидно, что сложность учета факторов будущей динамики приводит к относительно меньшей доли рациональных ожиданий, особенно среди населения. Оценки по многим странам показывают, что население в большей степени имеет адаптивные ожидания. Это особенно актуально для стран с формирующимися рынками, в том числе и России, с небольшим опытом поддержания устойчивой низкой инфляции и в целом невысокой финансовой грамотностью населения.

### **Инфляционные ожидания предприятий**

Для мониторинга инфляционных ожиданий российских предприятий Банк России ежемесячно проводит опрос предприятий. Данный опрос содержит качественные вопросы об ожиданиях изменения цен на готовую продукцию предприятий на ближайшие три месяца: цены увеличатся, уменьшатся или не изменятся. На основании ответов рассчитываются индексы ответов<sup>1</sup> в разрезе основных отраслей экономики. Индексы отражают преобладание позитивных (негативных) оценок в ответах предприятий и характеризуют ожидаемую ситуацию по ценам на готовую продукцию предприятий (замедление/ускорение роста/падения цен). Сопутствующие вопросы анкеты позволяют определить факторы, влияющие на ценовые ожидания предприятий (спрос на продукцию или издержки производства). Ценовые ожидания предприятий по данным опроса часто совпадают с динамикой индекса цен производителей в основных отраслях экономики. Поэтому они могут быть использованы в качестве опережающего индикатора изменения цен производителей, учитывая более ранние по сравнению с официальной статистикой сроки поступления информации в Банк России.

Предприятия участвуют в опросах Банка России на добровольной основе, получая взамен аналитические материалы и обзоры. Учитывая, что опросы предприятий проводятся продолжительное время (с 2000 г.), состав их участников постоянно меняется, в том числе по причине отказа от участия, банкротства, реорганизации или ликвидации предприятий. Это может негативно сказываться на качестве выборки и результатах опроса. Для улучшения и повышения репрезентативности результатов опроса Банк России планирует усовершенствовать данный опрос. Во-первых, расширить состав участников опросов за счет предприятий, значимых для экономики регионов, ориентированных на внутренний рынок и формирующих потребительский спрос. Во-вторых, для поддержания заинтересованности предприятий в участии в опросах Банка России предполагается модифицировать опросные анкеты и обновить формы аналитических материалов, получаемых предприятиями.

Сложившаяся за многие годы существования мониторинга предприятий система взаимодействия территориальных учреждений Банка России и предприятий на регулярной основе может быть использована для открытого диалога между Банком России и экономическим сообществом, создания условий для лучшего понимания экономическими агентами стратегии Банка России и эффективного воздействия на инфляционные ожидания экономических агентов.

Ценовые ожидания предприятий после 11 месяцев устойчивого снижения временно повысились в апреле-июне 2017 года. Основной причиной повышения стали растущие издержки предприятий из-за увеличения цен на топливо. Однако, по оценкам самих

<sup>1</sup> Индекс ответов рассчитывается как разница между долями ответов типа «больше» (увеличилось) и ответов типа «меньше» (уменьшилось) в процентах к сумме точных долей ответов («больше», «меньше», «не изменилось»).

предприятий, этот фактор имеет временный характер. Уже в июле 2017 г. инфляционные ожидания предприятий снизились, наиболее заметно – в торговле, сельском хозяйстве и строительстве.

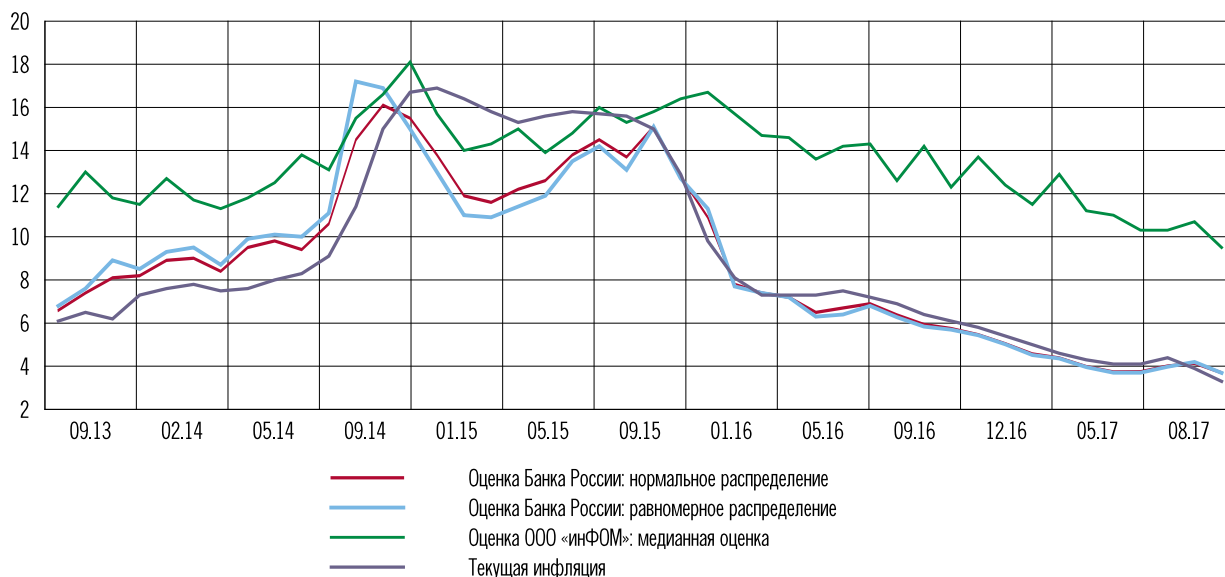
### Инфляционные ожидания населения

Для мониторинга инфляционных ожиданий населения Банк России использует опрос, который проводит ООО «инФОМ»<sup>2</sup> по заказу Банка России. Опрос содержит как вопросы о количественной оценке инфляции респондентами (в процентах), так и качественные вопросы о ее изменении (ускорении или замедлении). Оценки инфляционных ожиданий населения Банка России получены с использованием как количественных, так и качественных ответов респондентов. Оценки на основании количественных ответов (медианные, усеченные и прочие) дополняются данными качественных ответов, на основании которых строятся альтернативные оценки инфляционных ожиданий<sup>3</sup>.

Медианные оценки инфляционных ожиданий населения снижались в течение 2017 г. и достигли минимального за весь период наблюдения уровня. Вместе с тем их уровень все еще намного выше 4%. Учитывая, что среди ответов существенна доля агентов, оценивающих будущую инфляцию в 50% и выше, то рассчитываются усеченные оценки, которые также снижаются, но демонстрируют уровень, более близкий к 4%. Оценки инфляционных ожиданий на основании качественных ответов близки к 4%.

Учитывая высокий уровень адаптивности инфляционных ожиданий населения в России, важно обращать внимание скорее на их динамику, нежели на уровень. Все оценки демонстрируют тенденцию к снижению, что является позитивным фактором и формирует предпосылки для закрепления инфляции на цели. В то же время прошло еще недостаточ-

### Оценки инфляционных ожиданий населения на год вперед (%)



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

<sup>2</sup> Подробная информация о методике исследования инфляционных ожиданий доступна на официальном сайте Банка России в подразделе «Инфляция и инфляционные ожидания» раздела «Денежно-кредитная политика».

<sup>3</sup> Используется стандартный подход Carlson-Parkin, подробнее – см. методику на сайте Банка России.

но времени с момента снижения инфляции до уровней, близких к 4%, и ее закрепления вблизи этого значения. У населения еще сильна память о недавней высокой инфляции. Это обуславливает сохранение инфляционных рисков со стороны инфляционных ожиданий и необходимость сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

### Инфляционные ожидания профессиональных участников рынка

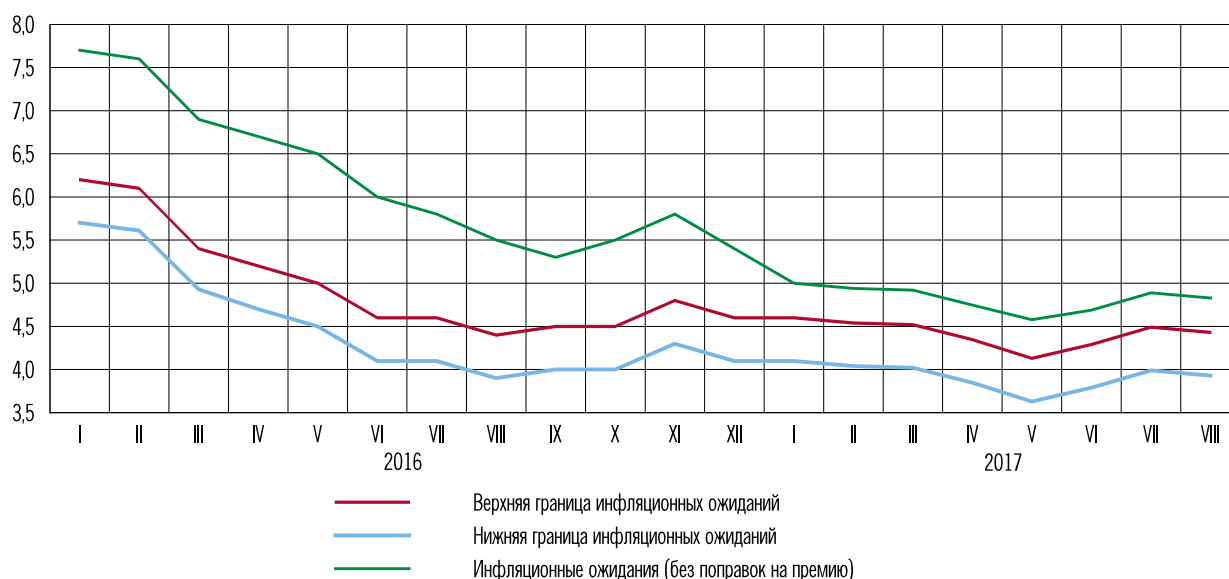
Банк России использует несколько оценок инфляционных ожиданий участников рынка.

Во-первых, консенсус-прогноз (медианный) независимых экспертов, чья деятельность связана с макроэкономическим прогнозированием, рассчитываемый такими агентствами, как Bloomberg, Интерфакс и Thomson Reuters. Ожидания аналитиков продолжили снижаться в течение 2017 г. и приблизились к 4%.

Во-вторых, Банк России получает инфляционные ожидания из котировок государственных облигаций. В июле 2015 г. Минфин России выпустил новый тип облигаций – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию (ОФЗ-ИН). Особенность этих облигаций заключается в индексации номинала на уровень инфляции, что в какой-то степени дает инвестору защиту от роста цен. Приобретая ОФЗ-ИН, инвесторы закладывают некий уровень или траекторию инфляции в будущем и, исходя из их ожиданий, определяют приемлемую для них цену приобретения. Чтобы извлечь эти ожидания, используется еще один выпуск ОФЗ, но «классический» – с постоянным доходом (ОФЗ-ПД) серии 26215. Этот выпуск имеет одинаковый с ОФЗ-ИН срок до погашения и график выплаты купонов. Единственное его отличие – отсутствие защиты от инфляции, за которое инвесторы требуют более высокую доходность. Таким образом, разница между доходностью «классического» выпуска ОФЗ-ПД-26215 и ОФЗ-ИН отражает ожидаемый инвесторами уровень инфляции, за который они и требуют компенсацию в виде более высокой доходности.

Этот метод оценки инфляционных ожиданий имеет несколько ограничений. Во-первых, полученное значение ожидаемой инфляции отражает ожидания инвесторов на весь срок

### Динамика инфляционных ожиданий, полученных из котировок государственных облигаций (%)



Источник: расчеты Банка России.

до погашения выпусков, то есть на данный момент около шести лет. Во-вторых, полученное значение несколько завышает реальное ожидаемое значение инфляции, поскольку включает в себя премию за неопределенность инфляционных ожиданий (инвесторы не могут точно предсказать будущую инфляцию и закладывают более высокое значение). По оценкам Банка России, премия за неопределенность инфляционных ожиданий варьируется с течением времени, но в среднем находится в диапазоне от 0,5 до 1,5% годовых.

По данным на август 2017 г., выпуск ОФЗ-ИН котируется с доходностью около 3% годовых, выпуск ОФЗ-ПД-26215 – с доходностью 7,8–8,0% годовых. Таким образом, с учетом корректировок инфляционные ожидания не превышают 5%.

### **Инфляционные ожидания государственных органов**

Банк России постоянно взаимодействует с органами государственной власти для координации работы и достижения согласованного взгляда на развитие макроэкономической ситуации, в том числе относительно достижимости цели на прогнозном горизонте. Кроме того, Банк России поддерживает диалог с Правительством Российской Федерации относительно сохранения подхода к индексации административно регулируемых тарифов на величину не выше инфляции.

В целом в последние годы удалось добиться успеха в снижении инфляционных ожиданий. Ожидания профессионального сообщества находятся вблизи 4%. Ожидания населения и предприятий снижаются.

## Приложение 7

### Структура процентных ставок по кредитам

Рынок банковских кредитов в России тесно связан как со смежными сегментами финансового рынка, так и с реальным сектором экономики. По этой причине формирование ставок по банковским кредитам представляет собой сложный процесс, на который наряду с денежно-кредитной политикой Банка России влияют стоимость привлечения средств банками, издержки и риски, закладываемые ими в спред между кредитными и депозитными ставками, конкуренция за заемщиков и вкладчиков, а также текущий уровень инфляции и инфляционные ожидания. Ниже будут подробно рассмотрены факторы, оказывающие основное влияние на уровень ставок по банковским кредитам. Также на основе реальных данных будет представлена декомпозиция разницы (спреда) между средними ставками по кредитам и депозитам российских кредитных организаций.

Поскольку кредиты являются основным активом российских банков<sup>1</sup>, ставки по кредитам должны окупать стоимость привлечения средств банками (в качестве ее индикатора далее используется ставка по депозитам физических лиц – основной вид процентных обязательств российских банков), а также прочие издержки, связанные с привлечением и размещением средств.

Минимальный спред между кредитной и депозитной ставками включает в себя пять основных элементов. Прежде всего это операционные расходы (затраты на содержание зданий, зарплата персонала и так далее), без которых банки не могут осуществлять свою деятельность. Операционные расходы мало зависят от срока операции, поскольку оформление шестимесячного и шестилетнего кредитов сопряжены со сходными издержками. В то же время издержки такого типа в случае с долгосрочным кредитом позволяют банку дольше получать доход от ссуды, чем в случае с краткосрочным кредитом, и, следовательно, в единицу времени будут «стоять» для банка меньше. В связи с этим вклад операционных издержек в ставки по краткосрочным кредитам выше, чем в ставки по долгосрочным<sup>2</sup>.

Помимо затрат на текущую деятельность, у банка имеются также специфические расходы, связанные с совершением депозитных операций. В рамках действующей в России системы страхования вкладов банки обязаны ежеквартально уплачивать взносы в Фонд страхования вкладов (ФСВ) в объеме 0,12% от объема привлеченных депозитов (до июля 2016 г. – 0,10%). Эти взносы, обеспечивающие защиту интересов вкладчиков в случае некредитоспособности банка, являются дополнительными расходами (в сумме 0,48% в год) для банка и поэтому расширяют спред между кредитными и депозитными ставками.

Кроме того, банк, привлекающий средства на депозиты, обязан часть привлеченных средств разместить в Фонд обязательных резервов<sup>3</sup> (ФОР). К середине 2017 г. норма-

<sup>1</sup> Более половины по состоянию на середину 2017 г., из которых почти 75% составляют кредиты нефинансовым организациям.

<sup>2</sup> Операционные затраты выполняются банком в целом, и определить, какая их часть относится к конкретной операции, невозможно. Для целей декомпозиции спреда кредитных и депозитных ставок предполагается, что средняя срочность краткосрочной банковской операции составляет три квартала, а долгосрочной – три года. При этом считается, что абсолютный объем издержек по краткосрочной операции на 10% меньше аналогичного показателя по долгосрочной операции.

<sup>3</sup> О целях, задачах и функциях ФОР – см. раздел 2.

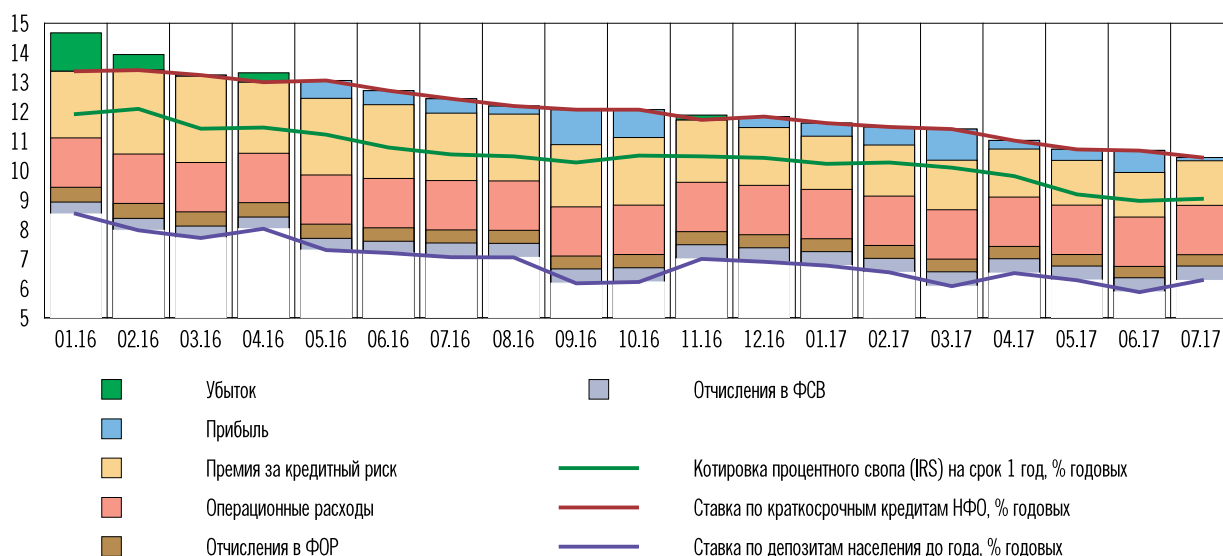


тив отчислений в ФОР для рублевых депозитов населения составлял 5%. Это фактически означает, что банк обязан выплачивать проценты по 100% привлеченных на депозиты средств, но может получать доходы только от 95% этой суммы, тогда как оставшиеся 5% размещаются в ФОР. Соответственно, кредитная ставка должна окупить и стоимость привлечения этих 5% средств, в связи с чем затраты на отчисления в ФОР учитываются банками в разнице между кредитными и депозитными ставками.

Предоставление кредитов также неразрывно связано с принятием банком кредитного риска (то есть риска того, что заемщик не вернет привлеченные средства или вернет их в неполном объеме). Чтобы не понести убытки, банк, наряду с упомянутыми выше издержками, включает в кредитную ставку также премию за кредитный риск, чтобы премии, уплаченные кредитоспособными заемщиками, покрывали убытки, вызванные неисполнением обязательств некредитоспособными заемщиками. Несмотря на то, что перед предоставлением ссуды (особенно крупным корпоративным заемщикам) банки тщательно оценивают платежеспособность потенциальных заемщиков, а при предоставлении кредита устанавливают также неценовые условия кредитования, полностью избежать кредитного риска не представляется возможным. Существенное ухудшение кредитоспособности заемщика может произойти по причинам, не зависящим от него, – например, по причине банкротства его контрагента. Определить конкретную величину риск-премии в среднем по банковскому сектору затруднительно, так как каждый банк оценивает ее по-своему. Для целей декомпозиции спреда кредитных и депозитных ставок в качестве показателя риск-премии использовались котировки наиболее ликвидного кредитного дефолтного свопа (Credit Default Swap – CDS) на Россию, так как уровень кредитного риска по ссудам российским нефинансовым организациям не может быть ниже уровня российского суверенного кредитного риска.

Наконец, последняя составляющая спреда между кредитными и депозитными ставками – это прибыль банков. Для того чтобы расширять кредитование, банкам необходимо иметь определенный «запас прочности» в виде собственного капитала, пополняемого

**Декомпозиция спреда между краткосрочной кредитной и депозитной ставками банков (процентных пунктов)**



Источник: расчеты Банка России.

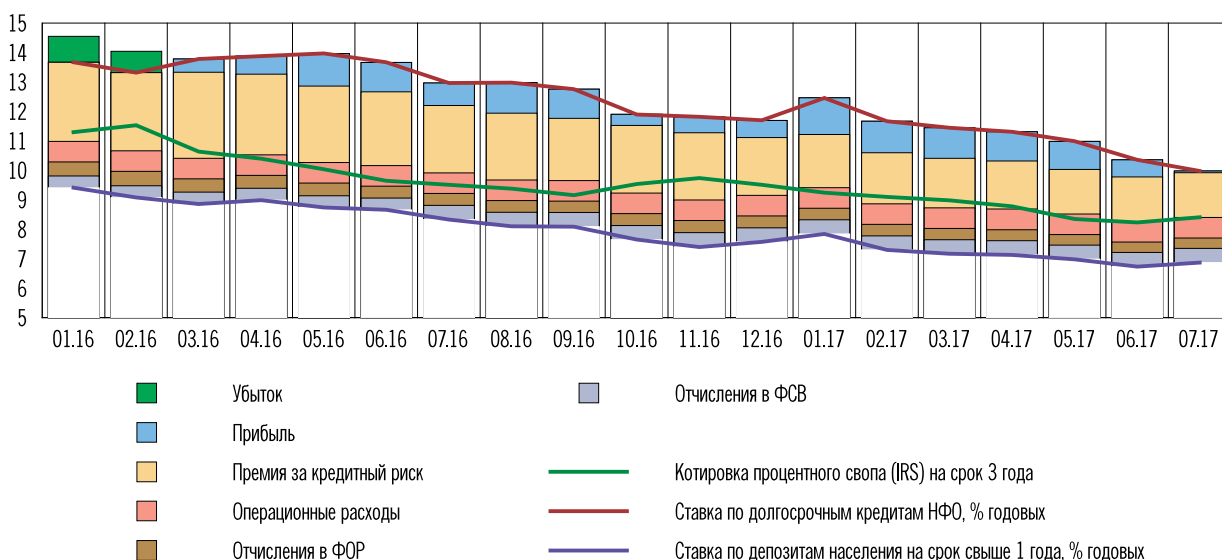
банками за счет прибыли. Для открытия новых отделений или внедрения инноваций банкам необходимы инвестиционные ресурсы, источником которых также является прибыль.

Чем больше спред между кредитными и депозитными ставками, тем больше прибыли получит коммерческий банк и, следовательно, тем больше возможностей он будет иметь для наращивания кредитования. Однако указанный спред не может быть сколько угодно широким. Спрос на кредиты и предложение депозитов со стороны нефинансового сектора, а также конкуренция за заемщиков и вкладчиков не позволяют банкам устанавливать неоправданно высокие кредитные ставки или неоправданно низкие ставки по депозитам, иначе потенциальные клиенты банков предпочтут сравнительно более дешевые заимствования или более доходные вложения средств. Вследствие этого на протяжении последних лет спред кредитных и депозитных ставок почти не отклонялся от экономически оправданного минимального уровня, обуславливающего получение банками положительной прибыли, а в первой половине 2016 г. – период активной конкуренции между банками за наиболее надежных заемщиков – он мог даже опускаться ниже этого уровня<sup>4</sup>.

Если охарактеризованные выше факторы определяют спред между кредитными и депозитными ставками банков, то на сам уровень ставок влияет прежде всего денежно-кредитная политика Банка России. В рамках процентного канала денежной трансмиссии Банк России, управляя уровнем ставок денежного рынка, имеет возможность влиять на ставки по основным банковским операциям.

Текущий уровень ключевой ставки и ожидания ее изменения в будущем находят отражение в доходности безрисковых активов (прежде всего государственных облигаций, в России – ОФЗ), а также в процентных деривативах, в частности операциях «процентный своп» (Interest Rate Swap, IRS). Банк, заключивший сделку IRS, получает возможность зафиксировать ставку денежного рынка, и если ставки на денежном рынке будут выше

**Декомпозиция спреда между долгосрочной кредитной и депозитной ставками банков (процентных пунктов)**



Источник: расчеты Банка России.

<sup>4</sup> Необходимо учитывать, что в начале 2016 г. банки все еще очень осторожно отбирали заемщиков, опасаясь наращивать рискованные направления кредитования. В связи с этим фактический уровень риска по кредитам, предоставленным тщательно отобраным заемщикам, мог быть даже ниже оценки риска по российским активам, сложившейся у участников мирового рынка CDS.

котировки IRS, покупатель процентного свопа будет получать разницу между текущими ставками и котировкой IRS, а в противоположном случае – выплачивать ее. В результате покупатель процентного свопа на протяжении всего срока действия этого контракта может привлекать средства на денежном рынке, уплачивая одну и ту же ставку, независимо от того, какой именно уровень ставок сложился на рынке. Продавец IRS, напротив, получает возможность фиксировать ставку, по которой он размещает средства на денежном рынке.

Операции на денежном рынке, ставки по которым могут быть фиксированы посредством процентных деривативов, как и сделки с ценными бумагами, являются для банков альтернативой кредитным и депозитным операциям. Если банк может привлечь средства на денежном рынке дешевле, чем посредством депозитов населения, то, как правило, он будет использовать более дешевый источник финансирования своих операций (или снижать ставки по депозитам). Следуя той же логике, если банк может разместить средства на денежном рынке или рынке ОФЗ дороже, чем на кредитном рынке, он будет наращивать операции на денежном рынке и портфель ценных бумаг или повышать кредитные ставки. Конкуренция между банками за вкладчиков и заемщиков может замедлить этот процесс (стремясь сохранить рыночную долю, банки сдержанно снижают депозитные и повышают кредитные ставки), но в долгосрочной перспективе кредитные организации будут избегать невыгодных бизнес-моделей.

Необходимо также учитывать, что совершение операций на денежном или фондовом рынках сопряжено с существенно меньшими операционными издержками, нежели привлечение депозитов или размещение кредитов. Привлечение средств у других банков не требует уплаты взносов в ФСВ и резервирования средств в ФОР, а краткосрочное размещение средств на денежном рынке сопряжено с меньшими кредитными рисками, чем предоставление кредитов. Именно поэтому ставки по кредитам всегда заметно выше, а ставки по депозитам – заметно ниже ставок денежного рынка.

Соотношение ставок денежного рынка и ставок по банковским операциям в последние годы достаточно устойчиво. Благодаря этому изменения ключевой ставки или ожиданий относительно ее будущей динамики, отражающиеся в котировках IRS, с небольшим лагом транслируются на ставки по банковским кредитам и депозитам, что свидетельствует об эффективности денежно-кредитной политики Банка России.

Помимо изменения ключевой ставки, на уровень ставок по кредитам и депозитам влияют инфляция и инфляционные ожидания. В частности, текущая инфляция и инфляционные ожидания населения ограничивают уровень депозитных ставок снизу. Так, если ставки по депозитам опускаются ниже инфляции, привлекательность депозитных операций для вкладчиков снижается, и дальнейшее снижение депозитных ставок становится неоправданным для банков. В результате влияние дальнейшего снижения ставок денежного рынка на ставки по банковским операциям ослабевает, как это было в России в 2006–2007 годах.

Кроме того, с инфляционными ожиданиями связаны предпочтения банков в отношении срочной структуры депозитов и кредитов, что также оказывает влияние на кредитные и депозитные ставки. В частности, долгосрочные кредиты, выданные по текущим сравнительно низким ставкам, станут источником процентного риска для банков, если инфляция в будущем окажется выше, чем сейчас (банки будут получать доходы по «старым» ставкам, тогда как ставки по депозитам и, соответственно, процентные расходы банков вырастут). По этой причине банки в большей степени заинтересованы в размеще-

нии краткосрочных кредитов. При этом в отношении депозитов риск высокой инфляции действует в обратную сторону: чем выше инфляция в будущем, тем меньшую сумму в реальном выражении заплатит банк вкладчику, поэтому банки заинтересованы в привлечении долгосрочных депозитов. В результате в сегменте краткосрочных банковских операций диапазон ставок смещен вниз, что способствует росту краткосрочного кредитования при снижении привлекательности краткосрочных депозитов для вкладчиков. В сегменте долгосрочных операций этот диапазон, напротив, смещен вверх, в результате чего заинтересованность вкладчиков в размещении долгосрочных депозитов повышается, а привлекательность долгосрочных кредитов для заемщиков, наоборот, снижается.

Политика Банка России создает предпосылки для постепенного снижения ставок по кредитам и сужения спреда между депозитными и кредитными ставками. Помимо постепенного смягчения денежно-кредитной политики, снижению ставок по кредитам и депозитам способствует снижение инфляционных ожиданий в условиях замедления инфляции до уровней, близких к 4%. Кроме того, Банк России постоянно стимулирует повышение эффективности работы кредитных организаций, в частности внедрение цифровых технологий (способствующее снижению операционных расходов) и совершенствование риск-менеджмента (ведущее к снижению риск-премий, включаемых в кредитные ставки). Это создает условия для дальнейшего сокращения спреда между кредитными и депозитными ставками. Сужению данного спреда будет также благоприятствовать переход к пропорциональному регулированию банков. В отсутствие существенных макроэкономических шоков проводимая Банком России политика будет способствовать дальнейшему снижению ставок кредитного рынка.

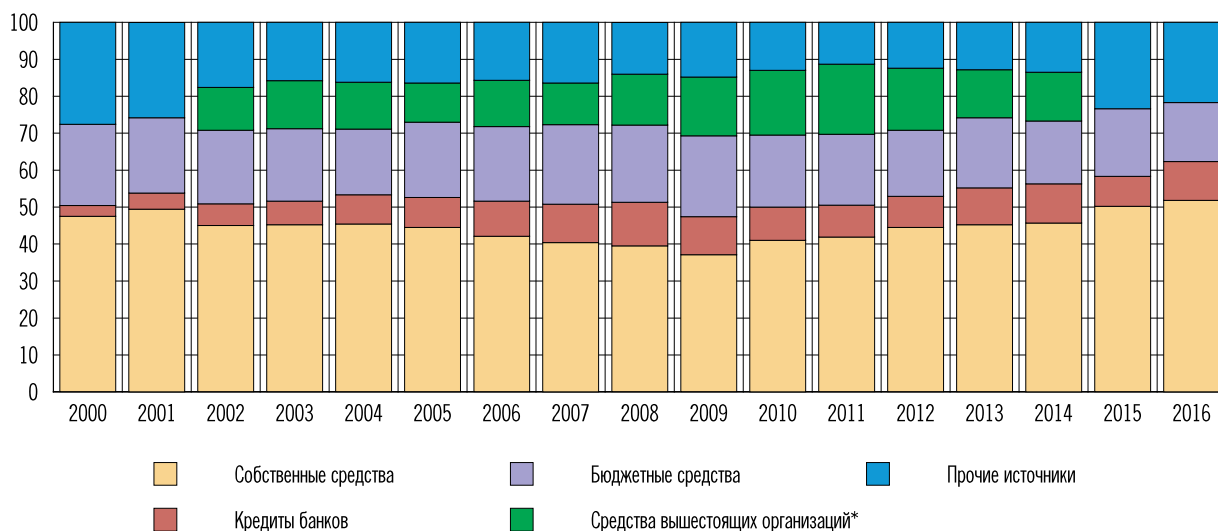
## Приложение 8

### Доступность кредита и долговая нагрузка в российской экономике и ее отдельных отраслях

Характерной особенностью современной экономики является ее высокая капиталоемкость. По этой причине одним из ключевых факторов, обеспечивающих конкурентоспособность предприятия, является доступ к финансовым ресурсам. В распоряжении компаний имеются два основных источника финансирования инвестиций: собственные или привлеченные средства. При этом последние включают в себя ресурсы, полученные как на рыночной (кредиты, выпуск акций и облигаций), так и на нерыночной основе (бюджетные средства и вложения материнских структур). В современной России среди источников покрытия инвестиционных расходов предприятий доминируют собственные и привлеченные на нерыночной основе средства. Кредитные ресурсы обеспечивают в среднем 8%, а с учетом заимствований на рынке капитала – лишь немногим более 9% вложений в основной капитал.

Ограниченное использование заемных ресурсов российскими компаниями обусловлено рядом факторов, связанных как с предложением кредитов, так и со спросом на них. Со стороны предложения основным фактором, ограничивающим кредитование, являются риски кредитных операций, снижающие склонность банков наращивать свои кредитные портфели. Важнейшими из этих рисков являются кредитный риск (риск неполного или несвоевременного возвращения кредита из-за проблем конкретного заемщика или ухудшения общеэкономической ситуации) и процентный риск (риск роста ставок в экономике, из-за чего кредит, выданный по «старым» низким ставкам, станет нерентабельным). Естественно, в долгосрочной перспективе неопределенность, связанная с реализацией этих рисков, выше, что при прочих равных вынуждает банки повышать процентные ставки по долгосрочным кредитам. Помимо общеэкономических причин, на готовность банков кредитовать предприятия влияет также ряд отраслевых особенностей: сложившийся уровень рисков в отрасли, масштабы деятельности заемщиков, экспортная ориентация,

**Структура инвестиций в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования (в % к итогу)**



\* В 2000, 2001, а также 2015 и 2016 гг. учитываются в числе прочих источников инвестиций в основной капитал.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

срок оборачиваемости капитала, а также наличие и характер государственной поддержки. Ниже будут подробнее охарактеризованы основные факторы, влияющие на доступность кредитов.

Важным фактором, определяющим доступность кредитов, является ситуация в экономике и общий уровень экономической неопределенности. В периоды устойчивого роста российской экономики оценка кредитных рисков банками сказывается преимущественно на ставках по кредитам, то есть на ценовых ограничениях доступности заемных средств. В периоды экономической турбулентности качество банковских активов ухудшается, и кредитные организации, наряду с повышением процентных ставок, ужесточают требования к финансовому положению заемщиков, отказываясь от кредитования компаний, в надежности которых недостаточно уверены. Это приводит к замедлению роста кредитования или даже его сокращению в отдельных отраслях. В частности, в 2015–2016 гг. наблюдалось резкое сокращение объемов кредитования торговли и строительства (на 20 и 21% соответственно при сокращении корпоративного кредитования в целом лишь на 0,3%)<sup>1</sup>. Это было вызвано ростом кредитных рисков и ужесточением отбора заемщиков в данных отраслях в условиях падения потребительского спроса на фоне заметного ухудшения макроэкономической ситуации.

Другим важным фактором, ограничивающим использование заемных средств российскими компаниями, являются высокие инфляционные риски в российской экономике. С начала 1990-х гг. инфляция в России была не только высокой, но и характеризовалась непредсказуемыми колебаниями. Поскольку срочность пассивов банков в среднем заметно ниже срочности их активов<sup>2</sup>, колебания инфляции являлись источником процентных рисков для кредитных организаций. В случае очередного скачка инфляции (и, соответственно, ставок в экономике) стоимость банковских пассивов росла быстрее, чем доходность банковских активов. Это снижало привлекательность рублевых кредитов (в особенности долгосрочных) для российских банков и, соответственно, доступность заемных средств для компаний.

Стремясь снизить инфляционные риски, банки предпочитали предоставлять краткосрочные кредиты. Если заемщик испытывал необходимость в привлечении долгосрочных средств, банки стремились выдавать кредиты в иностранной валюте, так как инфляционные риски по активам в долларах США или евро были заметно ниже, чем в рублях. В результате еще в первой половине 2000-х гг. более половины всех кредитов организациям сроком свыше 1 года (в том числе две трети кредитов сроком свыше 3 лет) приходилось на валютные операции. В то же время в сегменте краткосрочных кредитов доля валютных операций не превышала четверти. Со второй половины 2000-х гг., когда инфляционное давление стало постепенно ослабевать<sup>3</sup>, банки стали более охотно предоставлять рублевые кредиты на длительные сроки. Тем не менее, поскольку банки уже привыкли осуществлять свою деятельность в условиях высокой инфляции, они еще не в полной мере адаптировали свою кредитную политику к изменившимся условиям. Это по-прежнему ограничивает доступность долгосрочных рублевых кредитов для экономики. На начало 2017 г. доля валютных требований в портфеле кредитов на срок свыше 3 лет составля-

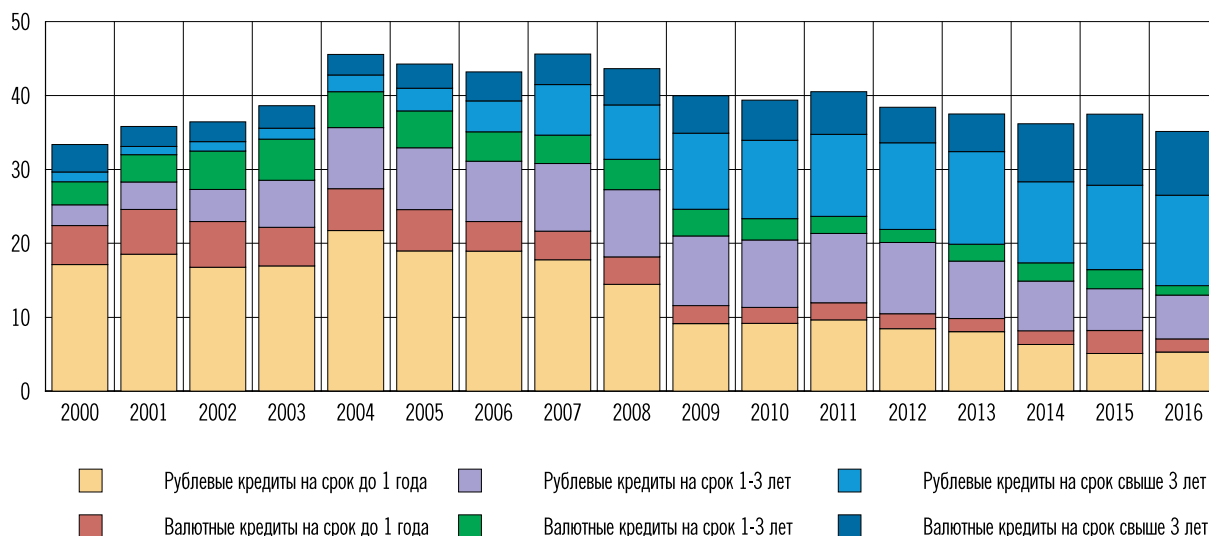
<sup>1</sup> Приросты кредитования приведены с исключением эффекта валютной переоценки.

<sup>2</sup> Особенно учитывая тот факт, что вкладчики – физические лица могут изъять свои вклады в любой момент, потеряв только часть начисленных процентов.

<sup>3</sup> В 2006 г. инфляция впервые опустилась до однозначных значений.



### Структура корпоративного кредитного портфеля российского банковского сектора по срокам и валюте размещаемых средств (в % от сальдированных активов)



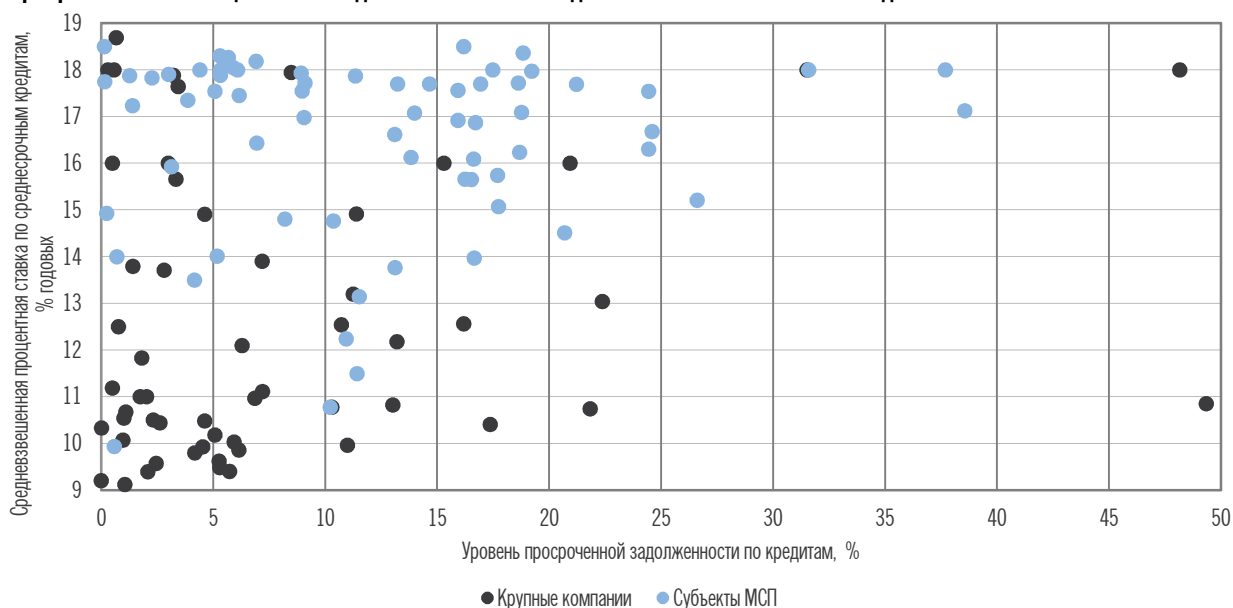
Источник: расчеты Банка России по данным банковской отчетности по форме 0409101.

ла 41%, почти вдвое превышая аналогичный показатель для кредитов на срок до 1 года. По мере закрепления инфляции вблизи 4% и привязки инфляционных ожиданий к цели по инфляции негативное влияние данного фактора на доступность длинных денег в экономике будет постепенно ослабевать.

На доступность кредитования для каждого конкретного заемщика наряду с общеэкономическими условиями влияют также отраслевые особенности. В частности, важнейшим фактором, определяющим привлекательность кредитов для банков и, соответственно, доступность кредитования для заемщиков различной отраслевой принадлежности, является уровень рисков по кредитам компаниям. Стремясь застраховать себя от убытков, связанных с неисполнением обязательств заемщиками, банки закладывают эти риски в ставки по кредитам. Поэтому невысокий уровень кредитных ставок в российской практике характерен в основном для отраслей с низким уровнем просроченной задолженности (например, крупных заемщиков, занятых в пищевой промышленности, нефтехимии, а также авиа- и судостроении). Вместе с тем следует принимать во внимание, что банки не могут располагать полной информацией о финансовой устойчивости потенциального клиента и вынуждены оценивать ее по доступным им сведениям. В подобных условиях отраслевая принадлежность становится одним из признаков надежности заемщика и даже финансово устойчивые компании, относящиеся к отрасли с высокой долей проблемных заемщиков, в той или иной мере страдают от снижения доступности кредитования.

Уровень кредитных рисков – не единственный фактор, влияющий на размер ставок по кредитам и, соответственно, доступность заемных средств. Важной составляющей процентных ставок являются операционные затраты банка. Расходы на оформление кредита на сумму 1 млрд руб. заведомо меньше затрат на оформление тысячи кредитов на сумму 1 млн руб. каждый. Поэтому чем меньше размеры отдельного кредита, тем выше должна быть ставка для того, чтобы окупить операционные расходы. К примеру, в первой половине 2017 г. ставка по кредитам субъектам малого и среднего предпринимательства на 2,5–3,0 п.п. превышала ставку по кредитам крупным компаниям. Соответственно, дополнительным существенным фактором, влияющим на уровень ставок по кредитам в отдельных отраслях, является доля малых и средних предприятий, занятых соответ-

### Соотношение процентной ставки и уровня просроченной задолженности в кредитах корпоративным заемщикам по видам экономической деятельности в июне 2017 года\*



\* По предварительным данным.

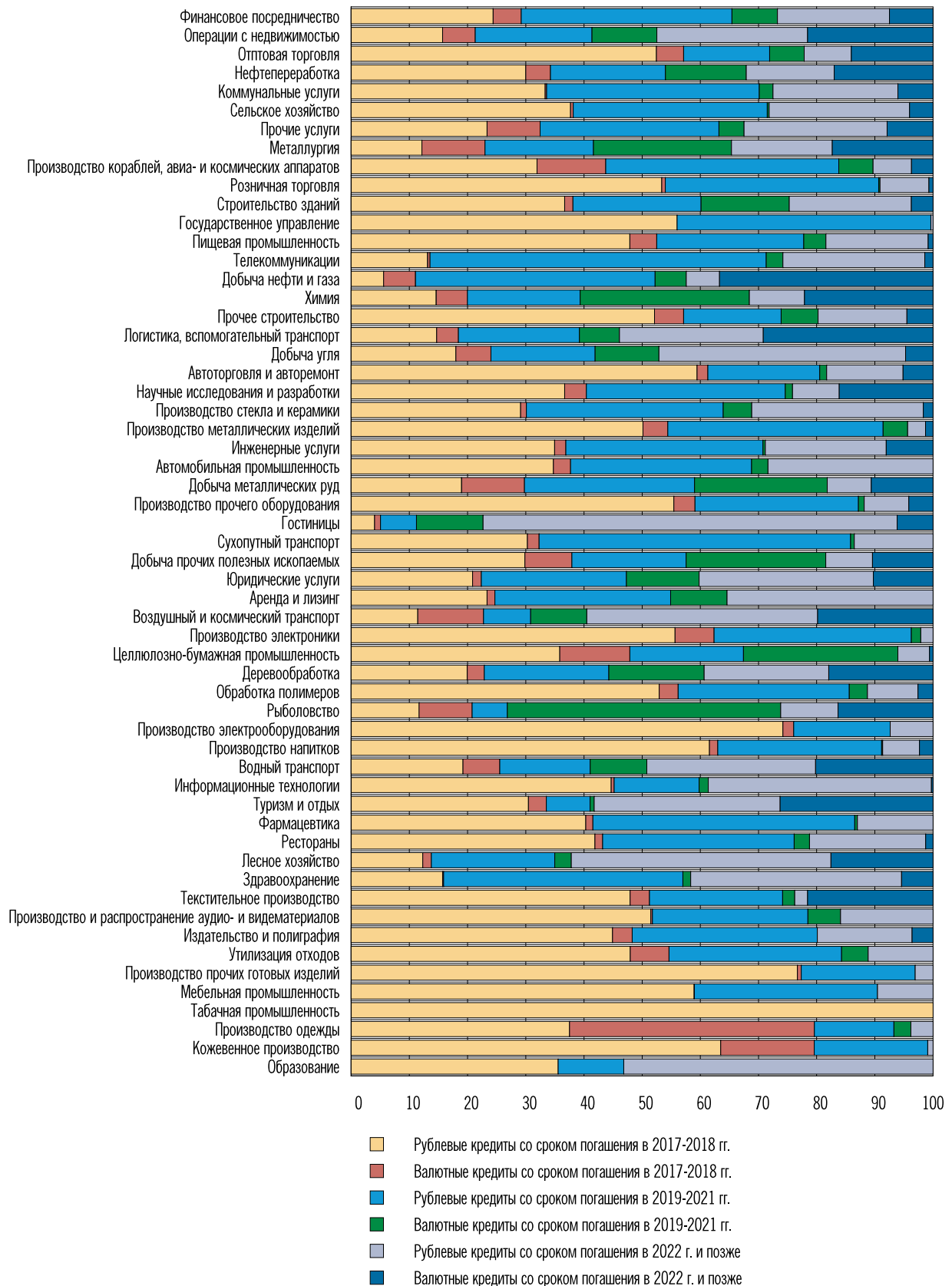
Источник: расчеты Банка России по данным банковской отчетности по форме 0409303.

ствующими видами деятельности. Это обстоятельство объясняет, почему отрасли с низкой концентрацией производств привлекают кредиты по высоким ставкам, даже несмотря на в целом хорошую платежную дисциплину заемщиков (это справедливо, в частности, для рыболовства, а также ремонта и монтажа машин и оборудования).

Различия в доступности кредита по отраслям также могут быть связаны со специфическими особенностями отдельных видов экономической деятельности. Одной из таких особенностей является высокий экспортный потенциал отрасли. Для компаний, ориентированных на внутренний рынок и получающих доходы в рублях, привлечение валютных кредитов сопряжено с принятием на себя валютных рисков. Однако для экспортно ориентированных компаний (нефтегазовый комплекс, нефтепереработка, металлургия, химическая промышленность) значительная часть доходов поступает в валютной форме. Поэтому склонность российских банков предоставлять долгосрочные кредиты в иностранной валюте не является фактором, ограничивающим доступность кредитования для компаний этих отраслей. В результате экспортно ориентированные отрасли входят в число крупнейших заемщиков на внутреннем рынке, причем в структуре их заимствований доля средне- и долгосрочных кредитов заметно превышает среднероссийский показатель.

Другая отраслевая особенность, влияющая на доступность кредитования, – это высокая оборачиваемость капитала, характерная для отдельных видов экономической деятельности (в частности, торговли, ремонта, пищевой промышленности). Предприятия этих отраслей менее зависимы от долгосрочных заимствований и в значительной мере могут удовлетворять потребность в капитале, привлекая кратко- и среднесрочные кредиты. Поскольку краткосрочные кредиты связаны для банков с меньшими рисками (в том числе инфляционными) и банки охотнее предоставляют их, компании названных выше отраслей также в меньшей степени сталкиваются с ограничениями доступности кредита и входят в число крупнейших заемщиков. В заимствованиях этих компаний преобладают кратко- и среднесрочные обязательства, преимущественно рублевые.

## Отраслевая структура портфеля банковских кредитов, предоставленных крупным корпоративным заемщикам по состоянию на 1.07.2017\* (%)



\* По предварительным данным. Отрасли приведены в порядке убывания их долей в совокупном портфеле кредитов крупным корпоративным заемщикам, причем на первые двадцать перечисленных видов экономической деятельности приходится свыше 85% общих объемов кредитования крупных российских компаний.

Источник: расчеты Банка России по данным банковской отчетности по форме 0409303.

Наконец, последним фактором, сказывающимся на доступности кредитов, является государственная поддержка приоритетных отраслей экономики. Она способствует удешевлению заимствований для компаний за счет снижения рисков банков-кредиторов (государственные гарантии по кредитам, уверенность в реализации продукции для поставщиков госзаказа) или прямого субсидирования процентных ставок по кредитам предприятиям определенных видов деятельности. К числу таких приоритетных отраслей относятся, в частности, сельское хозяйство, производство судов, летательных и космических аппаратов. В кредитовании компаний этих отраслей, ориентированных на внутренний рынок, закономерно преобладают рублевые кредиты. При этом, несмотря на достаточно длительный срок окупаемости в некоторых из них (в частности, в судо и авиастроении), срочность заимствований компаний данных видов экономической деятельности близка к среднероссийской. Государственная поддержка позволяет таким предприятиям снизить риск рефинансирования и использовать более доступные заимствования на средние сроки, не связанные с существенными инфляционными рисками для банков.

Эпизод экономической турбулентности конца 2014–2015 гг. в очередной раз продемонстрировал, как временная дестабилизация внешних или внутренних экономических условий транслируется на ухудшение качества банковских активов, вынуждает кредитные организации ужесточать требования к финансовому положению заемщиков и приводит к снижению доступности банковского кредитования. Однако уже в 2017 г. рост доступности кредитов для корпоративных заемщиков восстановился. Это проявляется как в данных финансовой статистики (заметное снижение процентных ставок), так и в оценках корпоративных и банковских экспертов (результаты обследований, свидетельствующие об умеренном смягчении неценовых условий кредитования). По мере улучшения ситуации в российской экономике сами корпоративные заемщики позитивнее оценивают свои возможности привлечения заемных средств от кредитных организаций. Об этом, в частности, свидетельствуют результаты конъюнктурных опросов ИЭПП, согласно которым к концу первого полугодия 2017 г. уровень доступности банковского кредитования в промышленности достиг максимальных значений с начала 2015 г., а способность промышленных предприятий обслуживать имеющиеся кредиты – рекордных значений за всю историю наблюдений. Кроме того, по данным регулярно проводимого Росстатом обследования деловой активности организаций в России, уровень процентных ставок по кредитам не входит в число ключевых факторов, ограничивающих, по мнению руководителей предприятий, рост производства в добывающей и обрабатывающей промышленности.

Хотя в 2017 г. намечилось восстановление доступности кредитования, требования к экономике по-прежнему растут медленно. Во-первых, рост кредитования сдерживается за счет расширения использования отечественными компаниями альтернативных банковским кредитам источников заемных средств для финансирования собственной деятельности. К примеру, в феврале 2017 г. на 1 рубль задолженности крупных и средних предприятий по банковским кредитам пришлось 30 копеек их обязательств по выпущенным облигациям и 50 копеек прочих кредитов и займов (заимствования у небанковских организаций, выданные векселя и другие)<sup>4</sup>. Во-вторых, кредитование могут ограничивать

<sup>4</sup> Расчеты Банка России по данным Росстата по форме П-3 «Сведения о финансовом состоянии организации», данным Банка России по форме отчетности кредитных организаций 0409303 «Сведения о ссудах, предоставленных юридическим лицам» и данным информационного агентства «Сбондс.ру» по отраслевой структуре российского корпоративного облигационного портфеля.

факторы не только со стороны предложения, но и со стороны спроса. Важнейшим из этих факторов является долговая нагрузка на экономику.

Рост кредитования экономики неразрывно связан с повышением уровня долговой нагрузки в реальном секторе. Существенный рост долговой нагрузки увеличивает риски для финансовой устойчивости компаний. Привлекая кредитные ресурсы, заемщик (компания или население) вынужден платить кредитору определенную цену за временное пользование его средствами (процент), то есть нести расходы по обслуживанию долга. В случае неустойчивого финансового положения заемщика или неожиданного ухудшения макроэкономического фона возможна ситуация, когда прекращение или резкое сокращение потока доходов при отсутствии сбережений, с одной стороны, и наличие значимого объема обязательств по обслуживанию кредита, с другой, приведут заемщика к потере платежеспособности и процедуре банкротства. Таким образом, значимое смягчение кредитных условий в целях поддержания высокого уровня кредитной активности при сохранении значительного уровня долговой нагрузки может привести к росту рисков для финансовой стабильности и нивелировать положительный эффект от стимулирования экономической активности. Это означает, что, привлекая кредит сегодня, заемщик должен быть уверен, что завтра сможет понести необходимый объем расходов на обслуживание долга даже в случае непредвиденного ухудшения макроэкономических условий. Только в этом случае применение финансовых ресурсов, полученных в виде кредита, для финансирования потребностей и новых идей заемщиков будет иметь реальный ощутимый экономический эффект. В условиях высокой инфляции, обесценивающей сбережения, и неустойчивой динамики макроэкономических показателей, главным образом доходов, высокий накопленный уровень долговой нагрузки может не ускорить, а напротив, замедлить экономический рост. Иными словами, как показывает мировой опыт, высокий накопленный уровень долговой нагрузки может создавать дополнительные «трения» в работе трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, ослабляя таким образом эффективность воздействия центрального банка на экономику<sup>5</sup>. Поэтому важным представляется комплексный анализ кредитной сферы – как объемных кредитных показателей, так и индикаторов долговой нагрузки.

Традиционно долговая нагрузка на макроуровне оценивается по показателю отношения кредита к ВВП. Использование данного показателя обусловлено относительной простотой расчета. Тем не менее на основании значений показателя кредита к ВВП сложно делать выводы о реальной ситуации с долговой нагрузкой, так как он не учитывает ряд важной информации о финансовой ситуации в экономике. Кроме того, затруднительными становятся межстрановые сравнения долговой нагрузки, поскольку, чтобы охарактеризовать динамику долговой нагрузки как сбалансированную или, напротив, вызывающую опасения с точки зрения рисков финансовой стабильности, необходимо знание фундаментально обоснованных, равновесных уровней долговой нагрузки, которые могут отличаться для разных стран.

Альтернативным отношению кредита к ВВП индикатором долговой нагрузки является коэффициент обслуживания долга (далее – КОД)<sup>6</sup>. Показатель представляет собой отношение потока платежей по накопленному долгу (включая не только его основную сумму, но и проценты) к величине текущих доходов. Ввиду отсутствия прямых данных об осу-

<sup>5</sup> См. исследования Lo, Rogoff, 2015; Schäuble, 2015.

<sup>6</sup> Методология расчета КОД была предложена в работе Drehmann, Juselius, 2015.

ществленных платежах на макроуровне расчет КОД для России осуществлялся по формуле с использованием отдельных допущений для величины среднего срока кредитования и среднего уровня процентных ставок<sup>7</sup>:

$$DSR_t = \frac{i_t \cdot D_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t}) \cdot Y_t},$$

где DSR – коэффициент обслуживания долга (от англ. Debt Service Ratio);

D – величина совокупной задолженности по кредиту;

i – средний уровень процентных ставок по выданным кредитам;

s – средний срок до погашения;

Y – текущий доход (для России – ВВП).

В отличие от отношения кредита к ВВП показатель КОД более емко отражает текущую ситуацию с долговой нагрузкой, так как в явном виде включает влияние ставок и сроков по кредитам на величину долговой нагрузки. Кроме того, в силу построения переход от анализа показателя кредита к ВВП к показателю КОД может облегчить межвременное и межстрановое сопоставление уровня долговой нагрузки. К примеру, развитые страны имеют длительную историю сохранения устойчиво низкой инфляции и высокий уровень развития финансовых систем и, соответственно, существенно более низкий уровень номинальных процентных ставок, а также значительные сроки кредитования. Это делает для них нормальным сохранение высоких уровней кредита к ВВП, тогда как уровень текущей долговой нагрузки, измеренный КОД, для них может быть в целом сопоставим со странами с формирующимися рынками.

Уровень отношения кредита к ВВП в России существенно ниже чем в развитых странах, однако, как было отмечено выше, это еще не может являться свидетельством благоприятности ситуации. Как показывает анализ на основе показателя КОД, долговая нагрузка в российской экономике в конце 2016 – начале 2017 г. снижалась, однако ее уровень в целом оставался достаточно высоким. По состоянию на начало III квартала 2017 г., по оценкам на данных макроуровня, коэффициент обслуживания долга для экономики в целом составил 24% ВВП, КОД внутреннего долга – 24%. При этом, согласно межстрановым исследованиям, значение долговой нагрузки, при котором в экономике могут возникать риски финансовой устойчивости, составляет 20–25%<sup>8</sup>.

В структуре долга по видам кредитов порядка 15–20% приходится на кредиты в валюте, остальную (большую) часть составляют внутренние кредиты в рублях. На фоне значительного укрепления рубля в начале 2017 г. валютный долг заметно снижался и послужил значимым фактором общего уменьшения долговой нагрузки в экономике в первом полугодии 2017 года.

В разрезе по секторам около 18% приходится на кредиты населению, остальная часть – задолженность нефинансового сектора.

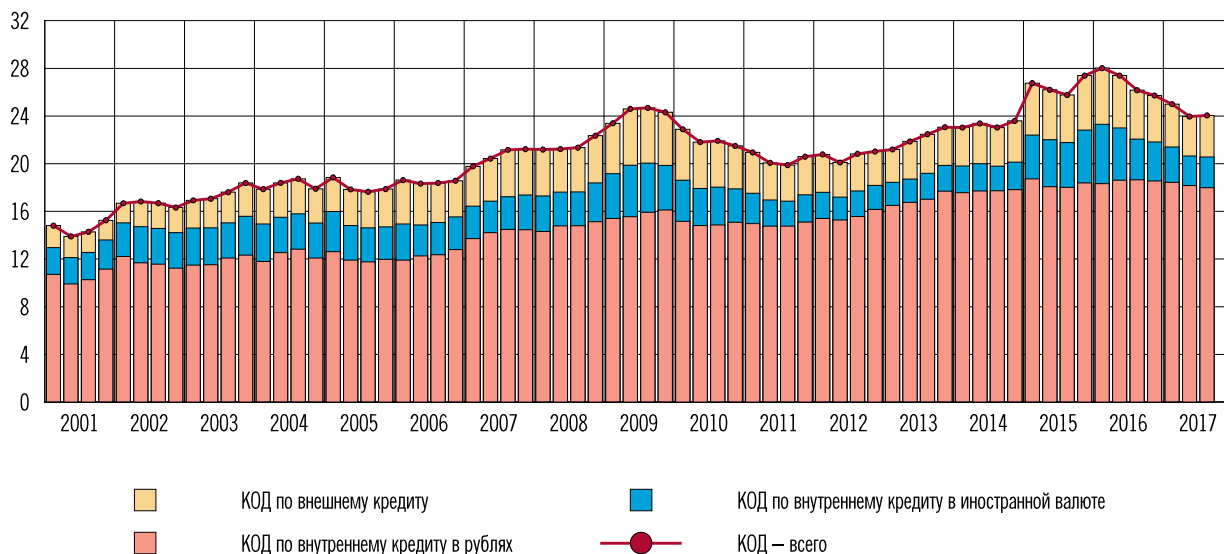
В динамике долговой нагрузки населения в III квартале 2017 г. наметилась тенденция к росту на фоне постепенного оживления потребительской активности. Однако сам уровень закредитованности в целом остается относительно небольшим и в совокупности с плавным и медленным, только начавшимся отходом от сберегательной модели поведения не несет инфляционных и других рисков.

<sup>7</sup> Подробнее см. работу С. Донец, А. Пономаренко, 2015.

<sup>8</sup> См. исследование Drehmann, Juselius, 2012.

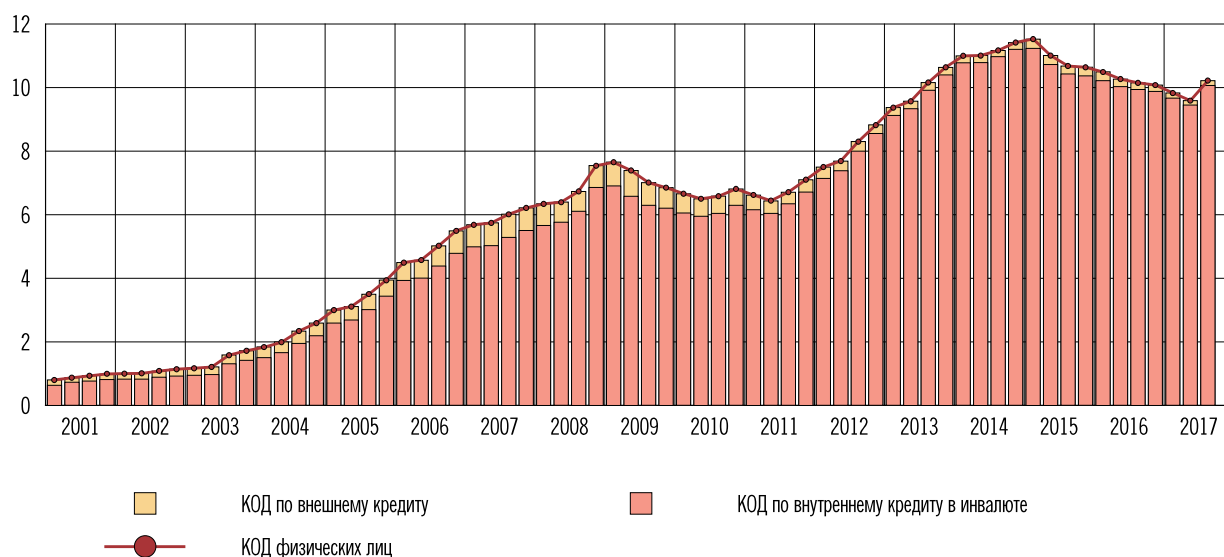


## Динамика КОД российской экономики в разрезе по видам кредита (%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## Динамика КОД физических лиц в разрезе по видам кредита (%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Анализ долговой нагрузки для населения на макроуровне можно дополнить анализ микроданных. В частности, для этого могут быть использованы результаты опросов домохозяйств в рамках Российского мониторинга экономического положения и здоровья населения НИУ ВШЭ за 2013–2016 годы.

В целом результаты анализа микроданных подтверждают выводы, сделанные при анализе долговой нагрузки населения на макроуровне. Уровень долговой нагрузки, оцененный по микроданным, довольно близок к оценке КОД на макроуровне и находится вблизи 10% для всех доходных групп. Проведенный анализ не выявил существенных различий в долговой нагрузке для разных доходных групп. Однако долговая нагрузка несколько выше для третьей (высокодоходной) группы, что является хорошим сигналом, поскольку более обеспеченные домохозяйства с большей вероятностью смогут погасить имеющиеся

Таблица (репрезентативная выборка)\*

|  | I доходная группа  | II доходная группа    | III доходная группа |
|--|--------------------|-----------------------|---------------------|
| Критерий выделения группы по распределению доходов на человека | < 3 дециля         | от 3 до 7 дециля      | > 7 дециля          |
| Доход на человека  | менее 12 тыс. руб. | от 12 до 21 тыс. руб. | свыше 21 тыс. руб.  |
| Количество человек   | 4 109              | 4 283                 | 3 068               |
| Средний доход домохозяйства                                    | 27 тыс. руб.       | 40 тыс. руб.          | 73 тыс. руб.        |
| Количество домохозяйств  | 1 285              | 1 719                 | 1 287               |

\* В ходе исследования выборка была разделена на группы по уровню среднедушевого дохода. Группы выделялись на основании параметров распределения дохода внутри каждого года: домохозяйства со среднедушевым доходом ниже третьего дециля вошли в первую доходную группу; свыше 3, но ниже 7 дециля – во вторую; остальные домохозяйства составили третью доходную группу.

Источник: расчеты Банка России.

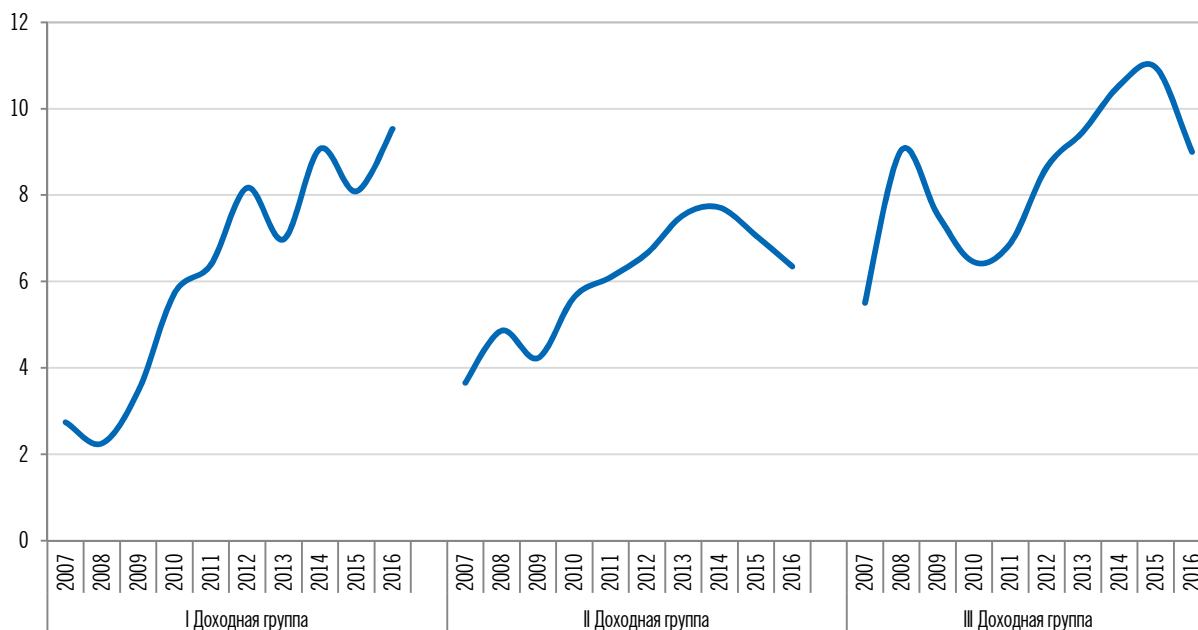
кредиты, что будет способствовать стабильности банковской системы. Долговая нагрузка для второй и третьей доходных групп достигла своего пикового значения в 2014–2015 гг., после чего начала снижаться. Динамика долговой нагрузки для первой доходной группы в 2012–2016 гг. была достаточно волатильной, однако это может быть связано скорее не с фундаментальными изменениями в поведении домохозяйств, а с колебаниями охвата выборки.

Анализ долговой нагрузки корпоративного сектора так же, как и анализ долговой нагрузки для населения, может быть существенно расширен исследованиями на микроуровне (данных на уровне отдельных компаний), которые учитывают ряд эффектов, не видимых на агрегированном уровне. Оценить долговую нагрузку на микроуровне можно по достаточно широкому спектру показателей – отношению балансовой стоимости обязательств к рыночной стоимости активов фирмы, отношению текущего денежного потока к объему процентных платежей, отношению суммарного долга к капиталу компании, отношению объема заемных средств к активам компании. Выбор того или иного показателя во многом определяется доступностью данных и спецификой исследования.

Оценка долговой нагрузки на микроуровне также может проводиться на основе показателя КОД. При расчете КОД на микроуровне используется показатель отношения платежей по долгу за год (включая проценты) к выручке компании<sup>9</sup>. Оценка долговой нагрузки с использованием отчетности порядка 2 млн компаний практически полностью покрывает оценку Росстата по выпуску в экономике и показывает, что достаточно значительный разброс уровня долговой нагрузки сохраняется как среди компаний в отраслях, так и среди самих отраслей. В 2016 г. наибольший уровень долговой нагрузки сложился в сельском хозяйстве, секторе операций с недвижимостью, а также секторе государственного управления и обязательного социального обеспечения. В сельском хозяйстве превышение долговой нагрузкой среднероссийского уровня имеет устойчивый характер и связано отчасти

<sup>9</sup> Для оценки в качестве величины потока платежей по долгу использовались данные о заемных средствах компаний со сроком погашения не более 12 месяцев после отчетной даты (строка 1510 Формы 1 РСБУ). Данный показатель включает не только основную сумму кредита (займа), но и процентные выплаты по нему в соответствии с условиями договора, что отвечает методологии показателя КОД. В качестве аналога потока доходов можно использовать прибыль до налогообложения, чистую прибыль или выручку. Наиболее близким аналогом потока доходов к КОД, рассчитанному на микроуровне, была бы чистая прибыль компаний. Тем не менее при анализе на уровне компаний возникает сложность, связанная с тем, что чистая прибыль является достаточно волатильным показателем, который зачастую не отражает реальную динамику свободного денежного потока фирмы и может принимать отрицательные значения. Учитывая также, что чистая прибыль и прибыль до налогообложения представляют собой финансовый результат после выплат по долгу, наиболее предпочтительным показателем долговой нагрузки при анализе на микроуровне является отношение платежей по долгу за год (включая проценты) к выручке компании.

## Отношение задолженности по кредитам к доходам по группам доходов домохозяйств



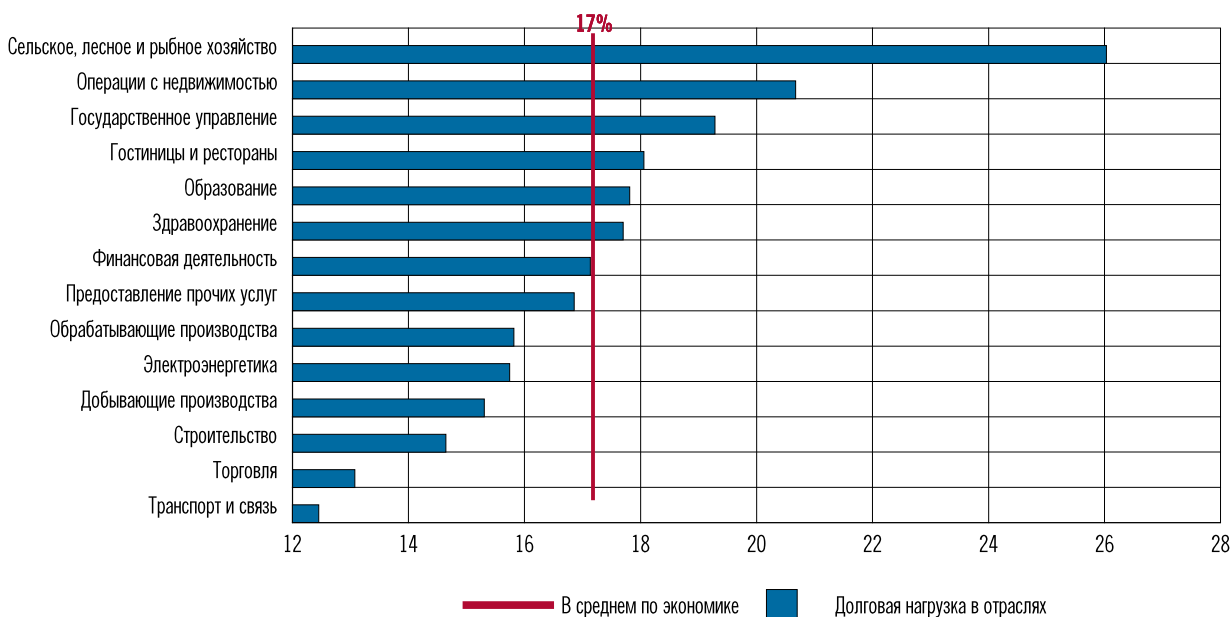
Источник: расчеты Банка России.

с относительно низкой рентабельностью компаний, вынужденных прибегать к заемному финансированию инвестиций и имеющих возможность накапливать существенные объемы кредитов в условиях действия программ государственной поддержки отрасли. В секторе операций с недвижимостью высокий уровень долговой нагрузки сохраняется после всплеска в кризис 2014–2015 гг. и постепенно снижается по мере улучшения ситуации в российской экономике. Достаточно высокий уровень долговой нагрузки в отраслях, связанных с государственным участием (государственное управление, социальное обеспечение, здравоохранение, образование) связан во многом с участием государства в части предоставления бюджетных кредитов и в целом не несет столь существенных рисков для компаний, как частный долг.

В отраслях промышленности уровень долговой нагрузки существенно сократился после увеличения во время кризиса на фоне оживления экономической активности в 2016 году. Однако в ряде отраслей все еще сохраняется достаточно высокий уровень накопленного долга, который в сочетании с относительно низкой рентабельностью может служить источником риска финансовой устойчивости компаний.

Высокая долговая нагрузка компаний может приводить к значимому ухудшению финансового состояния компаний и служить наряду с другими факторами (например, существенным снижением рентабельности активов) причиной повышения вероятности их банкротства. Об этом свидетельствуют оценки на основе данных бухгалтерской отчетности промышленных компаний. При этом, для того чтобы долг находился на «безрисковом» уровне, компания должна иметь слабо- или неотрицательную прибыль, а объем долга не должен превышать 16,6% выручки компании. Данная оценка критического уровня долга, начиная с которого существенно повышается вероятность банкротства, в целом сопоставима с оценками на макроданных из международной практики. Превышение долговой нагрузкой промышленных компаний порогового уровня 16,6% к выручке приводит

### Средневзвешенная долговая нагрузка в отраслях российской экономики в 2016 году (%)



Источник: расчеты Банка России.

к возрастанию вероятности банкротства на 11,5% при прочих факторах, фиксированных на их средних уровнях.

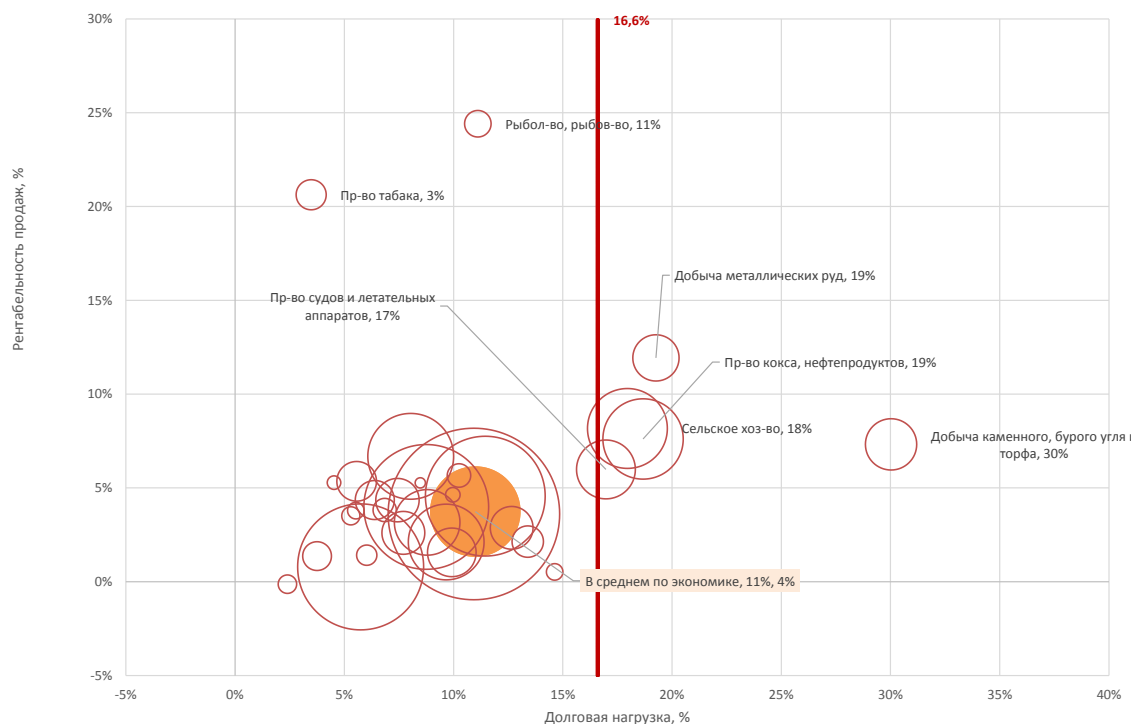
Существенная долговая нагрузка, ограничивающая спрос на кредиты, в значительной степени является обратной стороной ограничений доступности кредитования со стороны предложения. Естественное стремление банков избегать процентных рисков, ограничивая объемы долгосрочного кредитования, усиливается длительной историей высокой и неустойчивой инфляции в России и, соответственно, неопределенностью инфляционных ожиданий, влияет на структуру кредитных операций, и следовательно, на уровень долговой нагрузки на компании.

Прежде всего склонность банков ограничивать объемы долгосрочного кредитования уменьшает средний срок возврата кредита ( $st$  в формуле расчета КОД), и следовательно, ежегодные затраты заемщика на обслуживание своих обязательств (чем короче срок кредита, тем большую долю от суммы кредита должен возвращать заемщик в течение года).

В периоды благоприятной ситуации в российской экономике ограниченность срока кредитования в определенной степени сглаживается возможностью рефинансирования обязательства посредством привлечения новых кредитов. Однако в периоды нестабильности возросшие кредитные риски вынуждают банки резко ужесточать критерии отбора заемщиков, вследствие чего компании, привлечшие кратко- и среднесрочные кредиты и рассчитывавшие пролонгировать или рефинансировать их, сталкиваются с затруднениями из-за необходимости срочного погашения своих обязательств.

Как было показано выше, еще одним следствием процентных рисков, связанных с неопределенностью инфляционных ожиданий, является заметный уровень долларизации корпоративного кредитного портфеля, особенно его долгосрочного сегмента. Поскольку в периоды нестабильности в российской экономике, как правило, наблюдается номинальное ослабление рубля, долговая нагрузка на экономику в результате увеличивается. Рост долговой нагрузки в сочетании с реализацией риска рефинансирования может усугубить нестабильность в экономике и замедлить последующее экономическое восстановление.

## Медианный уровень долговой нагрузки в отраслях промышленности в 2016 году\*



\* Величина точки на графике масштабирована по объему выручки от продаж отрасли.

Источник: расчеты Банка России.

Наконец, необходимо учитывать, что ставки по кредитам ( $i$  в формуле расчета КОД), особенно по долгосрочным, включают в себя премию не только за кредитный, но и за процентный риск (основным источником которого является инфляционная нестабильность). Соответственно, увеличивается и нагрузка на заемщиков.

Этим объясняется на первый взгляд кажущееся парадоксальным сочетание жалоб на труднодоступность кредита в российской экономике и, одновременно, высокую закредитованность экономики. Охарактеризованные выше особенности российского кредитного рынка ведут к тому, что для одних заемщиков привлечение кредита сопряжено с существенными расходами на его обслуживание, а для других и вовсе малодоступно. При этом на уровне отдельных отраслей эти процессы протекают по-разному. В этом смысле с некоторой долей условности большинство отраслей российской экономики можно отнести к одной из трех групп.

В первую группу входит значительная часть отраслей обрабатывающей промышленности (текстильное, мебельное производство, ряд направлений машиностроения). Предприятия этих отраслей сталкиваются с затруднениями при привлечении заемных средств, вследствие чего долговая нагрузка на эти отрасли невелика. В периоды турбулентности в экономике эти отрасли не испытывают существенных дополнительных сложностей из-за обслуживания своих обязательств, но и потенциал их роста в периоды благоприятной конъюнктуры ограничен.

Противоположная ситуация наблюдается у многих отраслей сферы услуг (финансовое посредничество, аренда, операции с недвижимостью). Благодаря значительной оборачиваемости капитала, компании этих отраслей могут привлекать средства при помощи кратко- и среднесрочных кредитов, но в результате у предприятий этих отраслей формируется рекордный уровень долговой нагрузки. Это является одной из причин явно выра-

женной цикличности в деятельности этих отраслей (бурный рост в периоды благоприятной конъюнктуры и резкое ухудшение ситуации в периоды нестабильности).

Между этими группами отраслей находится третья группа – отрасли, устойчивое положение которых обеспечивается операциями с государственным сектором экономики (от контролирующего государственного участия в капитале крупных компаний отрасли до программ субсидирования кредитов отраслевым заемщикам), экспортным потенциалом или потенциалом импортозамещения (в последние годы). В некоторых из этих отраслей действуют два или все три перечисленных фактора (сельское хозяйство, авиа- и судостроение, добывающая и топливная промышленность). Доступность кредитов для предприятий этих видов экономической деятельности достаточно высока, что проявляется в существенном уровне долговой нагрузки на них. При этом за счет того, что сбыт продукции этих отраслей менее подвержен влиянию фазы делового цикла, их доходы более устойчивы, чем у предприятий сферы услуг и в периоды турбулентности в экономике долговая нагрузка на третью группу отраслей не становится источником существенных дополнительных шоков. Однако круг отраслей, входящих в данную группу, довольно узок и практически не может расширяться.

Таким образом, макроэкономические риски, связанные с неустойчивостью инфляционных ожиданий, не только ограничивают доступность кредитования, увеличивают долговую нагрузку на российские компании, усугубляют шоки, связанные с периодами экономической нестабильности, но и сдерживают процесс диверсификации российской экономики, сохраняя характерное для последних десятилетий опережающее развитие добывающего сектора.

Однако в среднесрочной перспективе можно ожидать постепенного изменения ситуации. Во-первых, последовательная реализация Банком России политики инфляционного таргетирования, направленная на достижение низкой и стабильной инфляции, создает условия для снижения инфляционных рисков и ослабления инфляционных ожиданий, способствуя повышению доступности долгосрочных кредитных ресурсов для предприятий всех отраслей. Во-вторых, действия Банка России по развитию финансовой инфраструктуры создают предпосылки для более эффективного управления рисками банков. Так, меры Банка России по совершенствованию управления кредитными рисками (в том числе развитие бюро кредитных историй, национальных рейтинговых агентств и так далее) ослабляют влияние характерной для отдельных отраслей низкой платежной дисциплины на доступность кредитования для объективно надежных заемщиков, занятых данным видом деятельности. Поддержка развития финансовых индикаторов (см. раздел 2) позволяет банкам снизить процентные риски и активнее предоставлять долгосрочные заимствования за счет кредитов с плавающими процентными ставками или хеджирования процентных рисков посредством процентных деривативов. Наконец, наблюдаемое восстановление экономической активности благотворно сказывается на финансовом положении компаний, что в свою очередь способствует улучшению качества банковских кредитных портфелей и снижению потребности банковского сектора в доначислении резервов. Как следствие, постепенно возрастает готовность банков кредитовать более широкий круг заемщиков и спектр видов деятельности.

В связи с вышесказанным в дальнейшем можно ожидать расширения возможностей по привлечению предприятиями кредитных средств при некотором ослаблении влияния отраслевой специфики на срочную и валютную структуру корпоративного кредитования, а также диверсификации отраслевой структуры кредитного портфеля российских банков.



## Приложение 9

### Роль плавающего курса как встроенного стабилизатора экономики в 2014 – 2016 годах

Плавающий курс национальной валюты действует как «встроенный стабилизатор» экономики, что является его основным преимуществом по сравнению с управляемым курсом. Он помогает экономике подстраиваться под меняющиеся внешние условия, сглаживая воздействие на нее внешних факторов.

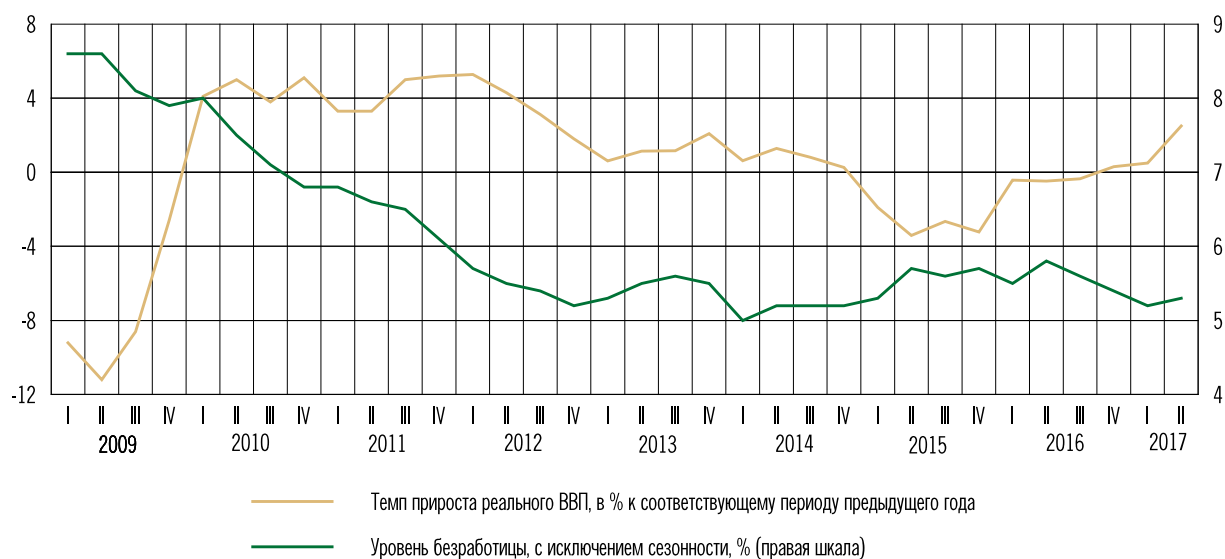
Это можно увидеть на примере двух последних эпизодов турбулентности в российской экономике, которые были вызваны ухудшением внешних условий, в том числе резким снижением цен на нефть. При плавающем курсе рубля экономика стала более устойчива к внешним шокам: в кризис 2008–2009 гг. снижение ВВП в целом составило более 10%, а в 2015–2016 гг. – чуть более 3% (при сопоставимом снижении цен на нефть).

Более высокий уровень деловой активности в 2015–2016 гг. также стал одним из факторов (наряду со снижением реальной заработной платы), которые помогли сохранить рабочие места и ограничить рост безработицы.

Как работает «встроенный стабилизатор»? Например, при росте цен на нефть рубль укрепляется, и это снижает риски «перегрева» экономики, а при падении цен на нефть происходит ослабление рубля, что оказывает поддержку отечественным производителям за счет повышения ценовой конкурентоспособности их продукции, которое может способствовать увеличению объемов экспорта, в том числе несырьевого, и стимулировать развитие импортозамещения.

Эти процессы можно было наблюдать в отдельных отраслях российской промышленности после ослабления рубля в 2014–2015 годах. Так, импортозамещение активно развивалось в пищевой промышленности (что, помимо ослабления рубля, было обусловлено введением продуктового эмбарго в августе 2014 г.). Наибольшие успехи были достигнуты в производстве молочной продукции, свинины и говядины, рыбы и рыбопродуктов, что обеспечило основной прирост выпуска указанных производств.

#### Динамика уровня безработицы и темп прироста ВВП



Среди других производств, увеличивших выпуск в результате ослабления рубля в 2014–2015 гг. – производства, ориентированные на переработку сырья. За счет экспорта происходило увеличение выпуска в деревообработке, производстве целлюлозы, металлургии; за счет импортозамещения и экспорта – в химической промышленности (химические волокна, сода), производстве резины (шины, трубы) и пластмасс (полимерные плиты).

Влияние повышения конкурентоспособности на выпуск товаров инвестиционного назначения было менее заметным. Однако импортозамещение способствовало увеличению выпуска в ряде производств: сельскохозяйственных машин и оборудования (комбайнов, тракторов, доильных установок); механического оборудования (автомобильные двигатели, газовые турбины), а также транспортных средств (грузовых автомобилей, автобусов). Экспорт оказывает поддержку в выпуске комбайнов, грузовых вагонов, радиолокационной аппаратуры.

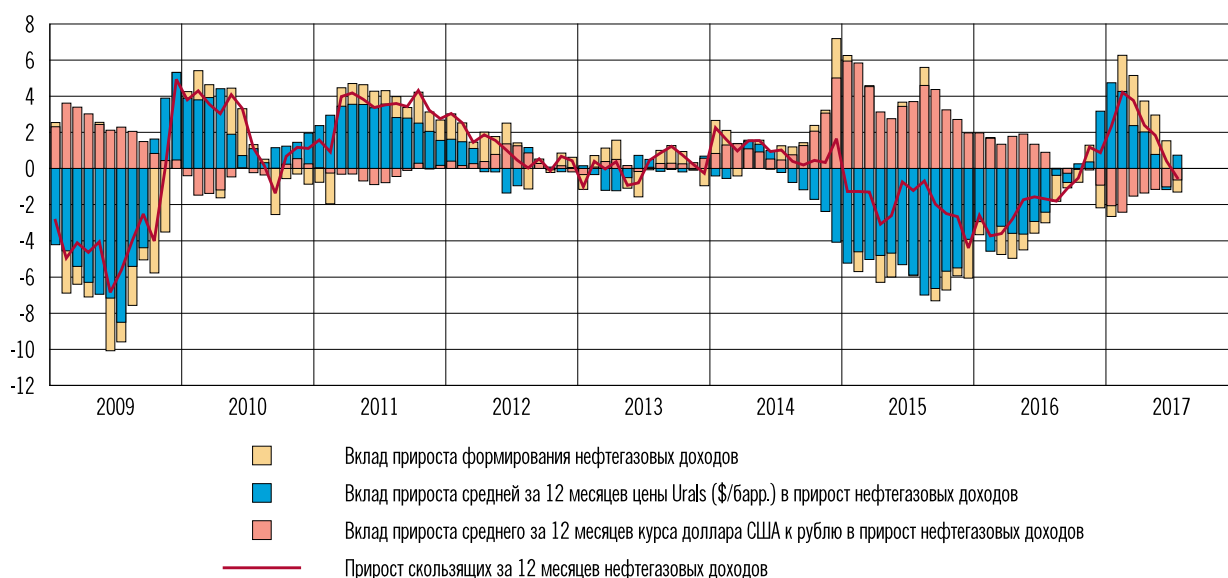
Что касается непродовольственных потребительских товаров, то хотя импортозамещение не привело к росту их выпуска в целом, однако сыграло важную роль в поддержке производства лекарственных препаратов, моющих средств, бытовых приборов, а также обуви, сумок.

Еще один канал поддержки экономики в случае ухудшения внешних условий через коррекцию курса – поддержка налоговых поступлений в бюджет за счет рублевых поступлений от экспорта и других поступлений в условиях меньшего масштаба спада экономики.

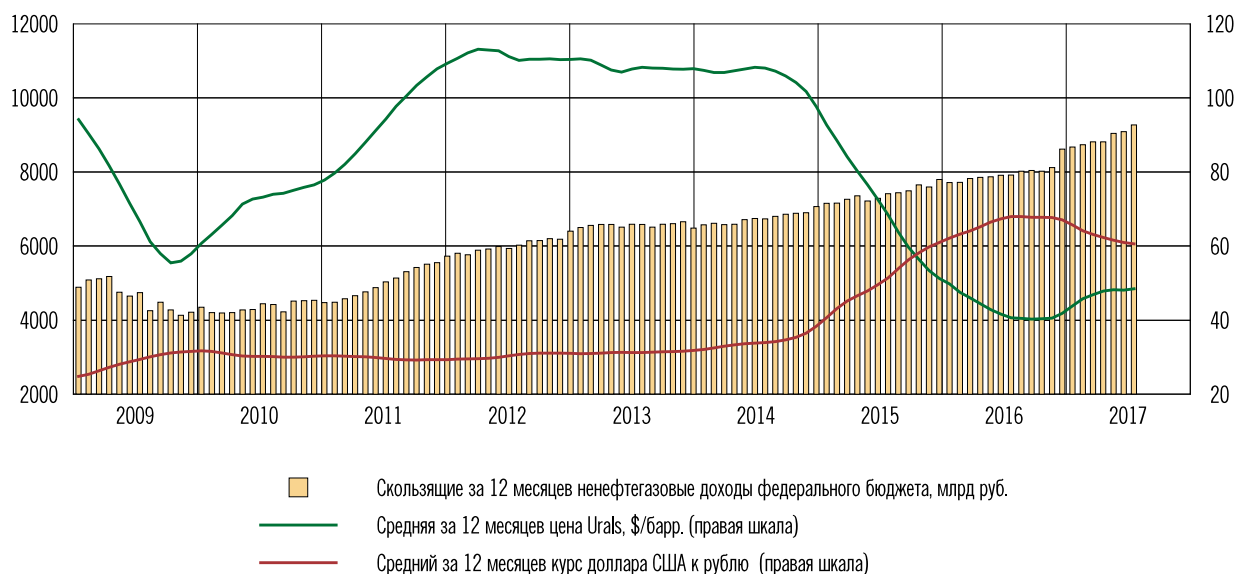
В период экономического спада 2008–2009 гг. значительное падение долларовых цен на нефть было лишь частично компенсировано положительным вкладом ослабления рубля в прирост нефтегазовых доходов, в то время как после перехода к плавающему курсу рубля в 2014–2016 гг. отрицательный вклад снижения мировых цен на нефть был практически полностью компенсирован ослаблением рубля.

Ненефтегазовые доходы бюджета в 2008–2009 гг. в номинальном выражении снизились, а в 2014–2016 гг. сохранили положительную динамику в номинальном выражении,

#### Вклад различных факторов в прирост нефтегазовых доходов бюджета (%)



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

**Динамика нефтегазовых доходов и курса рубля**

Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России, Reuters.

в частности по товарным налогам (НДС, акцизы и пошлины), а также по налогу на прибыль на фоне позитивной динамики финансового результата (например, компаний экспортного сектора).

**Переход к режиму плавающего курса**

Банк России перешел к режиму плавающего валютного курса в ноябре 2014 года. Введению плавающего курса предшествовал многолетний период постепенного повышения гибкости курсообразования, в течение которого Банк России последовательно сокращал свое присутствие на внутреннем валютном рынке. Переход к режиму плавающего курса проходил постепенно, чтобы смягчить процесс адаптации участников рынка к колебаниям валютного курса в условиях более гибкого курсообразования.

Такая длительная «подготовительная работа» способствовала повышению степени готовности участников рынка и экономики в целом к переходу к плавающему курсу. Так, к моменту перехода российский финансовый рынок подошел с очень умеренным уровнем долларизации депозитов населения (19,8% на 1.10.2014 при максимуме 38,5% на начало 2003 г.). В 2011–2013 гг. на всех основных сегментах кредитного и депозитного рынков происходило постепенное замещение валютных кредитов и депозитов рублевыми: рублевые операции росли быстрее, чем валютные (последние на отдельных сегментах даже сокращались).

Это позволило смягчить остроту последствий резкого роста курсовой волатильности в 2014–2015 гг. для российской экономики и сгладить турбулентность на финансовом рынке в этот период. После перехода к плавающему курсу эпизоды роста долларизации за счет притока средств на валютные депозиты были локальными и длились не более 1–2 месяцев. А в целом в 2014–2015 гг. долларизация депозитов населения обеспечивалась исключительно ростом курса доллара. В среднем в 2014 г. рублевые депозиты населения сокращались на 0,16% в месяц, а валютные (исключая переоценку) – на 0,37%. В 2015 г. рублевые депозиты росли вдвое быстрее, чем валютные (1,5 и 0,7% в месяц соответственно).

## Приложение 10

### *Ликвидность банковского сектора и денежно-кредитные агрегаты*

Развитие и усложнение денежно-кредитной сферы в последние десятилетия привело к качественным изменениям механизмов ее функционирования. Многие из этих механизмов, важных для восприятия Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики и иных материалов Банка России, неочевидны, а иногда и прямо противоречат экономической интуиции. Для облегчения восприятия материалов Банка России в данном приложении приведена краткая характеристика следующих закономерностей и механизмов функционирования денежно-кредитной сферы:

1. Изменение объема денег в экономике (денежной массы) обеспечивается тремя основными механизмами: операциями банков на кредитном рынке, бюджетными операциями, а также валютными операциями банковской системы с реальным сектором экономики. В современной России основной объем эмиссии обеспечивается операциями банков по кредитованию экономики.

2. Изменение банковской ликвидности обеспечивается тремя основными процессами: колебаниями спроса на наличные деньги, расходом и пополнением средств на бюджетных счетах в центральном банке, а также проведением центральным банком операций на внутреннем валютном рынке. В настоящее время наибольший вклад в изменение банковской ликвидности вносят бюджетные операции.

3. Банковская ликвидность (характеризующая отношения внутри банковской системы), с одной стороны, и денежная масса и кредитование (характеризующие отношения между банковской системой и реальным сектором), с другой, представляют собой разные стороны банковской деятельности. Факторы, оказывающие воздействие на ликвидность, могут не влиять на денежную массу и наоборот. Влияние уровня ликвидности банка на его кредитную активность ограничено.

### **Врезка 1.**

#### **Статистика денежной массы и ликвидности банковского сектора**

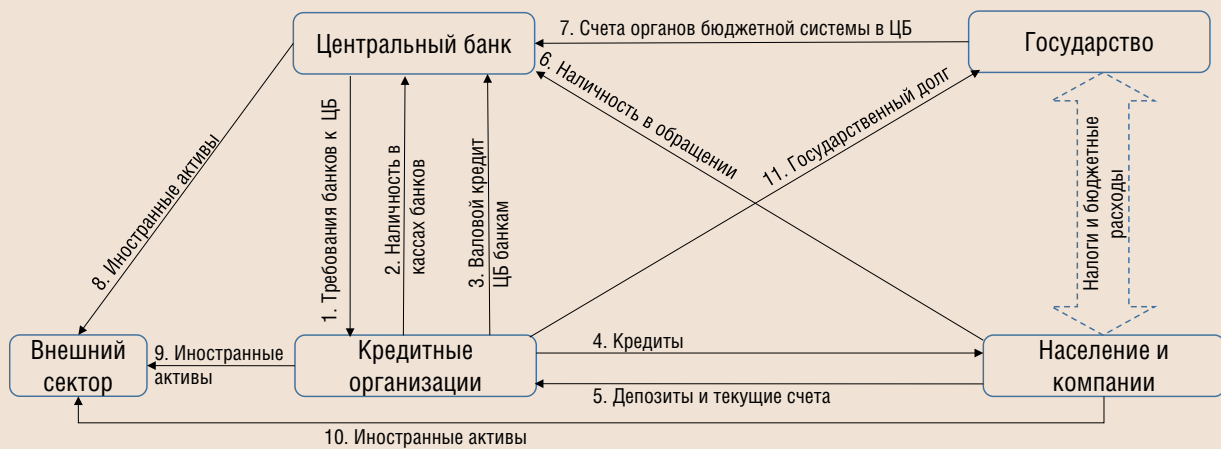
Для целей статистического анализа в экономике выделяют четыре основных сектора: банковская система, состоящая из центрального банка и банковского сектора (кредитных организаций); государственный сектор; реальный сектор национальной экономики (компании и население)<sup>1</sup>; а также внешний сектор (иностранные государства, компании и банки). У каждого из этих секторов имеются требования к остальным и обязательства перед остальными, на основе которых рассчитываются основные показатели денежно-кредитной статистики.

Наиболее распространенным показателем денежно-кредитной статистики является денежная масса (на схеме – сумма обязательств<sup>2</sup> [5] и [6]), то есть ликвидные обязательства банковской системы, которые компании и население могут использовать для оплаты товаров и услуг, погашения своих долгов и выполнения других обязательств. Обязательства банковской системы перед государственными органами или нерезидентами в денежную массу не включаются (кроме наличных рублей вне банковской системы, для которых невозможно определить, в чьих именно руках они находятся). Структура денежной массы со временем меня-

<sup>1</sup> К этому сектору относятся и небанковские финансовые компании (страховые, лизинговые и так далее), поэтому обозначение «нефинансовый сектор» к нему неприменимо.

<sup>2</sup> Далее слово «обязательства» будет опускаться, те или иные обязательства секторов экономики друг перед другом обозначаются просто цифрами в квадратных скобках.

## Стилизованная структура требований и обязательств в национальной экономике\*



\* Стрелки на схеме идут от кредитора к должнику. Налоговые платежи и бюджетные расходы представляют собой не накопленный запас, а потоки в экономике, поэтому изображены не так, как накопленные запасы (требования). Внешний долг, а также госдолг перед реальным сектором, информация о которых не оказывает существенного влияния на логику изложения в тексте, не включены в схему, с тем чтобы избежать ее излишнего усложнения.

ется: с ростом доступности банковских услуг безналичные платежи постепенно вытесняют наличные расчеты. Так, с 2010 г. прирост денежной массы за счет наличных рублей был в 2 раза меньше, чем за счет счетов и депозитов организаций, и в 4 раза меньше, чем за счет депозитов населения. В результате доля наличных денег в денежной массе снизилась с 21 до 15%.

Если для предприятий и населения основным средством безналичных расчетов являются счета в банках, то для самих банков таким средством являются счета в центральном банке (банковская ликвидность). Если банкам для обеспечения требуемых остатков на счетах необходимо привлекать кредиты у Банка России, имеет место структурный дефицит ликвидности, а если у банковского сектора имеется избыток средств и он может разместить часть средств на депозитах в Банке России, – структурный профицит ликвидности. Суммарный по банковскому сектору профицит ликвидности определяется как разница между [1] (исключая остатки на корреспондентских счетах банков в Банке России) и [3], а дефицит – как разница между [3] и [1] (исключая остатки на корреспондентских счетах банков в Банке России) соответственно<sup>3</sup>).

<sup>3</sup> Из соображений упрощения изложения в дальнейшем речь будет идти только о профиците ликвидности. Дефицит ликвидности может рассматриваться как отрицательное значение профицита ликвидности.

## Денежная масса и источники ее формирования

Наиболее распространенным индикатором денежно-кредитной статистики является денежная масса (определение и схему денежно-кредитных отношений в национальной экономике см. во врезке 1). Прирост денежной массы (эмиссия) в современной экономике имеет три источника: кредитный канал, фискальный канал (операции с суверенными фондами и государственным долгом), валютный канал (покупка и продажа иностранной валюты реальному сектору). Основным источником денежной эмиссии в России в 2010-х гг. является кредитный канал, связанный с предоставлением банками заемных средств реальному сектору экономики (слово «кредит» используется в широком значении: предоставление средств может осуществляться посредством выдачи кредитов, выпуска облигаций, векселей и иных финансовых инструментов). Когда банк предоставляет средства физическому лицу или предприятию, он формирует счет, на который зачисляет сумму кредита (то есть происходит увеличение [4] и [5]), в результате чего одновремен-

но увеличиваются денежная масса и требования банков к экономике. Если банк предоставляет кредит в наличной форме, часть средств из кассы банка переходит в наличное денежное обращение (увеличение [6] на фоне снижения [2]), то есть денежная масса все равно увеличивается.

Другим источником роста денежной массы является фискальный канал, связанный с финансированием бюджетного дефицита. Это финансирование может осуществляться за счет средств, накопленных на счетах государственных органов в центральном банке. Если налоговых поступлений недостаточно для осуществления бюджетных расходов, государственные органы дают указание Банку России перевести средства, которые они ранее накопили на бюджетных счетах в центральном банке, бюджетополучателям. Банк России уменьшает остатки на бюджетных счетах ([7]) и увеличивает остаток на корреспондентском счете банка, в котором открыт счет бюджетополучателя ([1]). Банк, в свою очередь, получив средства от Банка России, увеличивает остаток на счете бюджетополучателя ([5]).

Поступление денег в экономику по фискальному каналу наиболее характерно для периодов неблагоприятной ситуации в экономике, когда налоговые доходы сокращаются, вынуждая государственные органы расходовать средства суверенных фондов. В периоды благоприятной экономической ситуации наблюдается противоположный процесс: доходы бюджета превышают расходы, что позволяет накапливать средства на бюджетных счетах или сокращать государственный долг. В результате растет [7] или сокращается [11] и одновременно уменьшается [5], то есть бюджетные операции сдерживают рост денежной массы.

Альтернативным вариантом функционирования фискального канала является финансирование бюджетных расходов за счет наращивания государственного долга (банки приобретают государственные облигации, за счет этих средств финансируются бюджетные расходы, поступающие на счета бюджетополучателей, то есть одновременно увеличиваются [11] и [5]). Если средства в гособлигации вкладывают не банки, а предприятия или население, то увеличения денежной массы не происходит (при покупке облигаций остатки на счетах инвесторов сокращаются, а потом на ту же сумму увеличиваются счета бюджетополучателей. Иными словами, меняется распределение средств на счетах реального сектора в банках, но [5] и в целом денежная масса остаются неизменными).

В 2000-х гг. значительную роль в формировании денежного предложения играл еще один источник – поступление средств по валютному каналу, связанному с операциями банковской системы на валютном рынке. Если Банк России приобретает иностранную валюту на валютном рынке у банка – представителя экспортеров или российских компаний, привлекающих иностранные инвестиции, иностранные активы Банка России ([8]) увеличиваются, а иностранные активы реального сектора ([10]) сокращаются. При этом Банк России перечисляет рубли банку, в котором открыт счет компании – продавца валюты, а банк увеличивает остаток на счете этой компании. В результате этих операций растут [1] и [5]. Альтернативной формой валютного канала является покупка банками иностранной валюты у населения и компаний реального сектора (сокращение [10] и увеличение [9]). В этом случае банки зачисляют рублевые средства на счета продавцов (увеличение [5]) или выдают им наличные рубли (сокращение [2] и увеличение [6]). В результате происходит увеличение денежной массы. Продажа иностранной валюты реальному сектору центральным банком или кредитными организациями приводит к прямо противоположным результатам.



Три основных канала эмиссии тесно связаны друг с другом. Поскольку возможности банков наращивать кредитование достаточно широки и определяются прежде всего спросом на деньги, именно кредитные операции балансируют изменения других каналов эмиссии. Если по бюджетному или валютному каналу в экономику поступает значительный объем средств, эти средства частично удовлетворяют потребность в деньгах и спрос на кредиты снижается. Если бюджетные операции или валютные интервенции сокращают денежную массу, то именно за счет кредитов удовлетворяется возросший спрос на деньги.

На взаимосвязь валютного и бюджетного каналов эмиссии ключевое влияние оказали отказ Банка России от политики активного вмешательства в динамику курса рубля и переход к плавающему курсу национальной валюты. В этих условиях операции Банка России на валютном рынке связаны преимущественно с обслуживанием потребностей государственного бюджета. Резервный фонд, которым управляет Банк России, размещается преимущественно в иностранные активы. Поэтому если бюджетные доходы устойчиво превышают бюджетные расходы и государственные органы наращивают Резервный фонд (отток денег по фискальному каналу), Банк России приобретает валюту для пополнения Резервного фонда в интересах Минфина России (приток денег по валютному каналу). Отрицательная бюджетная эмиссия и положительная валютная эмиссия, связанные с пополнением Резервного фонда, в определенной степени компенсируют друг друга. По мере создания Минфином России собственной инфраструктуры для проведения данных операций Банк России перестанет принимать участие в них. В результате влияние операций, связанных с пополнением или расходованием суверенных фондов, на денежную массу станет полностью нейтральным.

### **Ликвидность банковского сектора и источники ее формирования**

В последнее время растет интерес к динамике профицита (дефицита) банковской ликвидности (основные определения см. во врезке 1). В современной экономике банковская ликвидность имеет несколько источников: бюджетные операции, валютные операции, изменение наличных денег в обращении.

Наибольшее влияние на ликвидность российских банков в последние годы оказывали бюджетные операции, связанные с увеличением или использованием остатков на бюджетных счетах в Банке России. К примеру, если предприятие дает указание банку перечислить налоги в бюджет, то банк сокращает остатки на счете предприятия ([5]) и просит Банк России перечислить указанные средства в бюджет, после чего Банк России сокращает остаток на счете банка ([1]), что ведет к уменьшению структурного профицита ликвидности и увеличивает остаток на бюджетном счете ([7]). Расходование средств с бюджетных счетов, напротив, увеличивает структурный профицит ликвидности.

На динамику банковской ликвидности влияют также валютные операции Банка России. Если Банк России покупает иностранную валюту у российского банка, в качестве оплаты за купленную валюту (увеличение [8] и уменьшение [9]) Банк России увеличивает остатки на корреспондентских счетах банков ([1]). Если Банк России приобретает иностранную валюту у банка – представителя российской компании (увеличение [8] и уменьшение [10]), Банк России зачисляет средства на счет банка, в котором открыт счет компании-продавца валюты, и дает указание банку зачислить эти деньги на счет компании-продавца (увеличение [1] и [5]). Таким образом, неважно, приобретает ли Банк России валюту у банка или у банка – представителя реального сектора, в любом случае это ведет к росту струк-

турного профицита ликвидности. Продажи валюты Банком России, напротив, способствуют снижению профицита ликвидности. В последние годы в связи с переходом к свободно плавающему курсу рубля значимость данного фактора формирования банковской ликвидности снизилась.

Спрос на наличные рубли со стороны реального сектора также оказывает влияние на банковскую ликвидность. Если население предъявляет повышенный спрос на наличные деньги (например, в периоды новогодних праздников), вкладчики снимают часть средств со своих депозитов (рост [6], сокращение [5] и [2]), банки вынуждены снимать часть средств со своих счетов в Банке России, чтобы недостаток средств в кассах не мешал бесперебойному обслуживанию клиентов (рост [2], сокращение [1]). В результате снижается структурный профицит ликвидности. И, напротив, когда компании сдают полученные в оплату товаров и услуг наличные деньги в банки, структурный профицит ликвидности увеличивается. По мере роста российской экономики спрос на наличные деньги увеличивается. Однако в связи с общей тенденцией к замещению наличных расчетов безналичными влияние спроса на наличные рубли на формирование банковской ликвидности сравнительно невелико.

Перечисленные факторы банковской ликвидности не зависят от решений банковского сектора. Каждый отдельно взятый банк может повлиять на свою ликвидность (к примеру, купив у другого банка облигации или иностранную валюту, массово выдавая кредиты наличными или привлекая депозиты), но ликвидность банковского сектора в целом при этом не изменяется. Средства, списываемые со счетов одного банка в Банке России, начисляются на счета другого банка, наличность, покидающая кассу одного банка, возвращается в кассы других банков, и общий уровень остатков на счетах ([1]) в результате остается неизменным.

### **Ликвидность банковского сектора, денежная масса и кредитование**

Как видно из приведенного выше описания механизмов эмиссии и автономных факторов ликвидности, наряду с экономическими процессами, влияющими как на денежную массу, так и на ликвидность (использование средств Резервного фонда, покупка иностранной валюты Банком России), существуют процессы, влияющие только на ликвидность (перевод средств реального сектора между наличной и безналичной формой) или только на денежную массу (финансирование бюджетных расходов за счет средств, привлеченных на внутреннем рынке государственного долга).

К экономическим процессам, не оказывающим влияния на структурный профицит ликвидности банковского сектора, относится большинство операций банков с реальным сектором. Так, приобретение иностранной валюты банками у своих клиентов (рост [9] и сокращение [10], увеличение [5]) не требует от банка совершения операций со своим корреспондентским счетом и не ведет к изменению уровня ликвидности. Точно так же если банк принял решение о предоставлении кредита заемщику, выданные средства зачисляются на текущий счет заемщика в банке (увеличение [4] и [5]), уровень ликвидности банка при этом остается неизменным. Таким образом, операции банков по финансированию экономики не ведут к сокращению банковской ликвидности и могут совершаться как в условиях структурного профицита, так и в условиях структурного дефицита банковской ликвидности.

В некоторых случаях недостаточный уровень банковской ликвидности может сдерживать кредитную активность банка. Так, наращивая кредитование экономики, банк может

столкнуться с тем, что заемщики потребуют перечислить занятые средства на счета в других банках (для оплаты поставщикам и подрядчикам). В этом случае банку необходимо перевести средства со своего корреспондентского счета или занять средства на рынке или у Банка России. Если у банка нет возможности оперативно привлечь дополнительную ликвидность, для того чтобы всегда своевременно обслуживать своих клиентов, банку необходимо поддерживать определенный резерв ликвидных средств и наращивать кредитование лишь в той мере, в какой ему позволяет имеющийся резерв ликвидности. Для того, чтобы предотвратить экономически неоправданное наращивание кредитования, создающее риски для финансовой стабильности, центральные банки, в том числе и Банк России, устанавливают нормативы для банков (краткосрочные обязательства банка должны в достаточной степени покрываться его ликвидными активами, собственные средства банка должны быть достаточно значительны, чтобы в случае возникновения проблем покрыть убытки банка, и так далее). Соответственно, низкая ликвидность банка и сопряженные с ней риски могут снизить привлекательность размещения новых кредитов для банка. Высокий профицит ликвидности, напротив, может стимулировать наращивание банком кредитных операций и смягчение отбора заемщиков, поскольку риски банка, связанные с колебаниями ликвидности, снижаются. Однако у большинства российских банков имеется возможность привлекать средства у Банка России или других банков (межбанковские кредиты). Российский банковский сектор устойчиво перевыполняет нормативы, установленные Банком России. Таким образом, хотя для единичных российских банков уровень ликвидности может выступать в качестве фактора, влияющего на кредитную активность, но для банковского сектора в целом влияние ликвидности на объемы кредитования остается малозначимым.

Требования и обязательства банковского сектора по отношению к Банку России ([1] и [3]), с одной стороны, и требования и обязательства банков по отношению к реальному сектору ([4] и [5]) слабо связаны друг с другом. Затруднительно изменять первые за счет изменения вторых и наоборот.

Выше уже описывался механизм поступления денег в экономику по кредитному каналу, функционирование которого мало зависит от ликвидности банка в момент предоставления кредита. По этой причине депозиты в Банке России не являются альтернативой кредитам реальному сектору. Банк, имеющий средства на корреспондентском счете в Банке России, может одновременно разместить эти средства на депозит в Банке России и при этом выдать кредит предприятию. Банк, не имеющий лишних средств на корреспондентском счете, не может разместить средства на депозит в Банке России, но возможности увеличивать кредитование при этом не теряет. Соответственно, для того чтобы выдать кредит, банку не нужно привлекать средства у Банка России. Банки привлекают средства у Банка России, когда у них недостаточно средств на корреспондентском счете для выполнения нормативов и осуществления текущих платежей и расчетов.

Точно так же привлечение депозитов населения и предприятий не служит для банков долгосрочным источником наращивания средств на депозитах в Банке России. Привлечение депозитов в безналичной форме не влияет на структурный профицит ликвидности. Для того чтобы безналичные средства поступили на депозиты в одном банке, они должны быть списаны со счетов в другом. Соответственно, счета одного банка в Банке России увеличатся, а другого – уменьшатся на ту же сумму. Привлечение депозитов в наличной форме может на какое-то время привести к увеличению остатков в банковских кассах (уменьшение [6], увеличение [5] и [2]). Банки могут перевести наличные из кассы на кор-

респондентский счет в Банке России (уменьшение [2], прирост [1]) и разместить часть средств с этого счета на депозиты в Банке России. Однако спрос населения на наличность достаточно устойчив. И если объем наличности в обращении сокращается, то для пополнения запаса наличных денег население станет снимать средства с текущих депозитов в банках (не обязательно тех же самых, в которых размещало депозиты), что приведет к сокращению структурного профицита ликвидности и вынудит банки закрывать депозиты в Банке России.

Таким образом, при наличии эффективного механизма управления банковской ликвидностью (развитый денежный рынок, доступ к операциям Банка России) влияние колебаний банковской ликвидности (в том числе и наблюдавшегося в 2017 г. перехода от структурного дефицита ликвидности к структурному профициту) на операции банков является незначительным.

## Приложение 11

### Денежная программа

Таблица 1

**Прогноз основных показателей по счетам органов денежно-кредитного регулирования (показатели денежной программы)<sup>1</sup>**  
(трлн руб., если не указано иное)

|   | 1.01.2017<br>(факт) | 1.01.2018 |                | 1.01.2019 |                | 1.01.2020 |                | 1.01.2021 |                |
|---|---------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|----------------|
|   |                     | Базовый   | Альтернативный | Базовый   | Альтернативный | Базовый   | Альтернативный | Базовый   | Альтернативный |
| <b>1. ДЕНЕЖНАЯ БАЗА (узкое определение)</b>                                 | 9,1                 | 9,4       | 9,5            | 9,7       | 9,9            | 10,0      | 10,3           | 10,3      | 10,7           |
| 1.1. Наличные деньги в обращении<br>(вне Банка России)                      | 8,8                 | 9,1       | 9,2            | 9,4       | 9,6            | 9,7       | 10,0           | 10,0      | 10,4           |
| 1.2. Обязательные резервы <sup>2</sup>                                      | 0,3                 | 0,3       | 0,3            | 0,3       | 0,3            | 0,3       | 0,3            | 0,3       | 0,3            |
| <b>2. ЧИСТЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ</b>                                      | 22,4                | 24,1      | 24,2           | 24,9      | 26,4           | 25,1      | 29,1           | 25,4      | 31,7           |
| – в млрд долл. США <sup>3</sup>   | 370                 | 398       | 400            | 411       | 436            | 415       | 479            | 418       | 523            |
| <b>3. ЧИСТЫЕ ВНУТРЕННИЕ АКТИВЫ</b>  | -13,3               | -14,8     | -14,8          | -15,2     | -16,6          | -15,2     | -18,8          | -15,1     | -21,1          |
| 3.1. Чистый кредит расширенному правительству                               | -6,3                | -4,9      | -5,0           | -4,4      | -6,1           | -4,4      | -8,5           | -4,4      | -10,9          |
| 3.2. Чистый кредит банкам   | -0,3                | -3,6      | -3,6           | -4,8      | -4,5           | -5,0      | -4,4           | -5,1      | -4,4           |
| 3.2.1. Валовой кредит банкам  | 2,3                 | 1,0       | 1,0            | 1,0       | 1,0            | 1,0       | 1,0            | 1,0       | 1,0            |
| 3.2.1.1. Требования по операциям<br>рефинансирования <sup>4</sup>           | 1,6                 | 0,3       | 0,3            | 0,3       | 0,3            | 0,3       | 0,3            | 0,3       | 0,3            |
| 3.2.2. Корреспондентские счета кредитных<br>организаций в Банке России      | -1,8                | -2,2      | -2,2           | -2,3      | -2,3           | -2,4      | -2,4           | -2,5      | -2,5           |
| 3.2.3. Депозиты кредитных организаций<br>в Банке России и КОБР <sup>5</sup> | -0,8                | -2,5      | -2,5           | -3,6      | -3,2           | -3,6      | -3,1           | -3,7      | -3,0           |
| 3.3. Прочие чистые неклассифицированные<br>активы <sup>6</sup>              | -6,8                | -6,2      | -6,2           | -6,0      | -6,0           | -5,8      | -5,9           | -5,6      | -5,7           |

<sup>1</sup> Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2017 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 Банка России по поручению Федерального казначейства по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке для пополнения Резервного фонда, 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».

<sup>4</sup> Включают требования по операциям рефинансирования в рублях, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп» по покупке Банком России долларов США и евро за рубли.

<sup>5</sup> Включают сделки «валютный своп» по продаже Банком России долларов США и евро за рубли.

<sup>6</sup> Включают операции с использованием денежных средств ГК АСВ и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

В рамках реализуемой Банком России стратегии таргетирования инфляции основной целью денежно-кредитной политики является сохранение инфляции вблизи 4%, а операционной целью – сближение ставок сегмента овернайт денежного рынка с ключевой ставкой Банка России. Стратегия таргетирования инфляции не предполагает установления и достижения количественных ориентиров по каким-либо иным экономическим показателям.

телям, 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.

На прогнозном периоде предполагается рост по графе 1 «Денежная база (узкое определение)». Этому будет способствовать увеличение объема наличных денег в обращении в связи с ожидаемым ростом экономической активности. При этом расширение практики использования безналичных платежей будет оказывать сдерживающее влияние на динамику данного показателя.

Другой компонент данной графы – обязательные резервы по обязательствам в рублях, хранящиеся на специальных счетах в Банке России, существенно не изменится в рассматриваемом периоде. При расчете этого показателя используется предположение о сохранении величины коэффициента усреднения обязательных резервов, равной 0,8.

На показатели денежной программы существенное влияние оказывает реализация бюджетной политики. Прогнозы Банка России рассчитываются с учетом бюджетных проектировок Минфина России. Оценки объема использования суверенных фондов и покупок иностранной валюты для пополнения Резервного фонда близки к представленным в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и 2019–2020 годы.

Росту по графе 2 «Чистые международные резервы» будут способствовать операции Минфина России по покупке иностранной валюты, а также погашение задолженности банков по инструментам валютного рефинансирования Банка России до конца 2017 года. Увеличение международных резервов также будет связано с операциями Банка России по покупке монетарного золота.

Графа 3.1 «Чистый кредит расширенному правительству» учитывает использование средств суверенных фондов для финансирования дефицита федерального бюджета, а также продажу ОФЗ из портфеля Банка России.

Значение графы 3.2 «Чистый кредит банкам» в течение рассматриваемого периода останется отрицательным. В 2017 г. на формирование данной графы оказало влияние изменение по графе 3.3 «Прочие чистые неклассифицированные активы», которое было связано в том числе с перечислением средств на санацию банков и для выплат компенсаций вкладчикам банков с отозванной лицензией через Агентство по страхованию вкладов, а также операции с использованием средств Фонда консолидации банковского сектора. На прогнозном периоде изменений по данной статье в связи с вышеуказанными факторами не предполагается.

Графа 3.2.1.1 «Требования Банка России по операциям рефинансирования» учитывает операции банков по привлечению средств на длительные сроки, в том числе с помощью специализированных инструментов рефинансирования. В 2018–2020 гг. ожидается сохранение величины требований банков по этим операциям.

В 2017 г. среднее значение остатков средств на корсчетах кредитных организаций в Банке России составило около 1,9 трлн рублей. При этом к концу года предполагается сезонное увеличение значения графы 3.2.2 «Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России» до 2,2 трлн руб. и равномерный рост в последующие годы.

Графа 3.2.3 «Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР» в условиях профицита ликвидности является балансирующей в денежной программе. Объем депозитов и размещения КОБР к концу 2020 г. может возрасти до 3,0–3,7 трлн рублей.



Динамика денежных агрегатов в 2017–2020 гг. будет соответствовать потребностям экономики и не будет создавать существенных проинфляционных рисков. Плавный рост кредитования, а также умеренные бюджетные расходы будут способствовать увеличению денежной массы и монетизации экономики.

## Приложение 12

### Статистические таблицы

Таблица 1

#### ВВП, инфляция и процентные ставки в странах БРИКС, США и еврозоне<sup>1</sup>

|          | Ключевая (целевая) ставка<br>центрального банка,<br>% годовых | Ставка банковского креди-<br>та нефинансовому сектору<br>на срок до 1 года/1 год,<br>% годовых | Инфляция, в %<br>к соответствующему<br>месяцу предыдущего года | Темпы прироста ВВП, в %<br>к соответствующему<br>кварталу предыдущего года |
|----------|---|--|--|--|
| Россия   | 9,0   | 10,44  | 3,9  | 2,5  |
| Бразилия | 8,25  | 46,8   | 2,7  | -0,4   |
| Индия    | 6   | 9,5  | 2,4  | 5,7  |
| Китай    | 4,35  | 4,35   | 1,4  | 6,9  |
| ЮАР      | 6,75  | 10,5   | 4,6  | 1,0  |
| США      | 1,0-1,25  | 4,0  | 1,7  | 2,2  |
| Еврозона | 0   | 2,2  | 1,5  | 2,2  |

<sup>1</sup> Данные по ключевым (целевым) ставкам приведены по состоянию на 8.09.2017, по банковским ставкам по кредитам – за II квартал 2017, по инфляции – за июль 2017 г., по темпам прироста ВВП – за II квартал 2017 г. (по Бразилии и ЮАР – за I квартал 2017 г.).

Источники: МВФ, ЕЦБ, Bloomberg.

Таблица 2

**Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг  
(в % месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)**

|             | Инфляция | Базовая инфляция | Прирост цен на продовольственные товары | Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup> | Прирост цен на плодово-овощную продукцию | Прирост цен на непродовольственные товары | Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup> | Прирост цен на платные услуги |
|-------------|----------|------------------|---|--|--|---|--|-------------------------------|
| <b>2015</b> |          |                  |   |  |  |   |  |                               |
| Январь      | 15,0     | 14,7             | 20,7                                    | 18,4   | 40,7                                     | 11,2                                      | 11,4   | 12,3                          |
| Февраль     | 16,7     | 16,8             | 23,3                                    | 20,8   | 43,5                                     | 13,0                                      | 13,5   | 12,8                          |
| Март        | 16,9     | 17,5             | 23,0                                    | 21,1   | 38,0                                     | 13,9                                      | 14,6   | 12,6                          |
| Апрель      | 16,4     | 17,5             | 21,9                                    | 20,8   | 30,0                                     | 14,2                                      | 15,0   | 11,8                          |
| Май         | 15,8     | 17,1             | 20,2                                    | 19,5   | 25,7                                     | 14,3                                      | 15,1   | 11,6                          |
| Июнь        | 15,3     | 16,7             | 18,8                                    | 18,4   | 22,8                                     | 14,2                                      | 15,0   | 11,7                          |
| Июль        | 15,6     | 16,5             | 18,6                                    | 17,5   | 27,9                                     | 14,3                                      | 15,0   | 13,4                          |
| Август      | 15,8     | 16,6             | 18,1                                    | 17,0   | 29,1                                     | 14,6                                      | 15,3   | 14,1                          |
| Сентябрь    | 15,7     | 16,6             | 17,4                                    | 16,4   | 27,7                                     | 15,2                                      | 16,0   | 13,8                          |
| Октябрь     | 15,6     | 16,4             | 17,3                                    | 16,2   | 27,9                                     | 15,6                                      | 16,6   | 13,1                          |
| Ноябрь      | 15,0     | 15,9             | 16,3                                    | 15,5   | 24,3                                     | 15,7                                      | 16,7   | 11,9                          |
| Декабрь     | 12,9     | 13,7             | 14,0                                    | 13,6   | 17,4                                     | 13,7                                      | 14,5   | 10,2                          |
| <b>2016</b> |          |                  |   |  |  |   |  |                               |
| Январь      | 9,8      | 10,7             | 9,2                                     | 10,2   | 2,0                                      | 10,9                                      | 11,4   | 9,0                           |
| Февраль     | 8,1      | 8,9              | 6,4                                     | 7,8  | -2,7                                     | 9,5                                       | 9,9  | 8,5                           |
| Март        | 7,3      | 8,0              | 5,2                                     | 6,7  | -5,1                                     | 8,8                                       | 9,1  | 8,2                           |
| Апрель      | 7,3      | 7,6              | 5,3                                     | 6,3  | -1,6                                     | 8,5                                       | 8,7  | 8,4                           |
| Май         | 7,3      | 7,5              | 5,6                                     | 6,4  | 0,0                                      | 8,4                                       | 8,5  | 8,4                           |
| Июнь        | 7,5      | 7,5              | 6,2                                     | 6,5  | 4,1                                      | 8,5                                       | 8,7  | 7,9                           |
| Июль        | 7,2      | 7,4              | 6,5                                     | 6,7  | 4,2                                      | 8,4                                       | 8,7  | 6,5                           |
| Август      | 6,9      | 7,0              | 6,5                                     | 6,7  | 5,3                                      | 8,1                                       | 8,4  | 5,5                           |
| Сентябрь    | 6,4      | 6,7              | 5,9                                     | 6,4  | 1,9                                      | 7,5                                       | 7,9  | 5,6                           |
| Октябрь     | 6,1      | 6,4              | 5,7                                     | 6,1  | 1,5                                      | 7,0                                       | 7,4  | 5,4                           |
| Ноябрь      | 5,8      | 6,2              | 5,2                                     | 6,0  | -1,5                                     | 6,7                                       | 7,0  | 5,3                           |
| Декабрь     | 5,4      | 6,0              | 4,6                                     | 6,0  | -6,8                                     | 6,5                                       | 6,8  | 4,9                           |
| <b>2017</b> |          |                  |   |  |  |   |  |                               |
| Январь      | 5,0      | 5,5              | 4,2                                     | 5,7  | -7,6                                     | 6,3                                       | 6,4  | 4,4                           |
| Февраль     | 4,6      | 5,0              | 3,7                                     | 5,4  | -9,0                                     | 5,7                                       | 5,7  | 4,3                           |
| Март        | 4,3      | 4,5              | 3,5                                     | 4,9  | -7,6                                     | 5,1                                       | 5,0  | 4,2                           |
| Апрель      | 4,1      | 4,1              | 3,6                                     | 4,5  | -3,1                                     | 4,7                                       | 4,6  | 4,1                           |
| Май         | 4,1      | 3,8              | 3,9                                     | 4,0  | 2,0                                      | 4,4                                       | 4,2  | 4,0                           |
| Июнь        | 4,4      | 3,5              | 4,8                                     | 3,8  | 11,6                                     | 4,0                                       | 3,8  | 4,1                           |
| Июль        | 3,9      | 3,3              | 3,8                                     | 3,4  | 6,9                                      | 3,7                                       | 3,5  | 4,1                           |
| Август      | 3,3      | 3,0              | 2,6                                     | 2,9  | -0,8                                     | 3,4                                       | 3,2  | 4,1                           |

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 3

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

|             | ВВП <sup>1</sup> | ИВВЭД <sup>2</sup> | Промыш-<br>ленное<br>производ-<br>ство | Сельское<br>хозяйство | Строи-<br>тельство | Грузообо-<br>рот транс-<br>порта | Оборот<br>роз-<br>ничной<br>торговли | Оборот<br>оптовой<br>торговли | Реальные<br>располагае-<br>мые денеж-<br>ные доходы<br>населения | Реальная<br>зарплата | Уровень<br>безработи-<br>цы (в % к<br>ЗАН) |
|-------------|------------------|--------------------|--|-----------------------|--------------------|----------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|--|----------------------|--|
| <b>2014</b> |                  |                    |  |                       |                    |                                  |                                      |                               |  |                      |  |
| Январь      |                  | -0,4               | 1,1                                    | 2,1                   | -6,1               | 3,3                              | 2,8                                  | 5,2                           | -0,5   | 5,2                  | 5,6  |
| Февраль     |                  | 1,3                | 3,0                                    | 2,3                   | -4,0               | 1,1                              | 4,3                                  | 7,4                           | -0,6   | 4,6                  | 5,6  |
| Март        | 0,5              | 0,3                | -0,9                                   | 2,5                   | -3,4               | 0,4                              | 4,5                                  | 3,5                           | -6,7   | 3,8                  | 5,4  |
| Апрель      |                  | 0,9                | 2,2                                    | 3,3                   | -2,7               | -0,6                             | 3,0                                  | 2,8                           | 0,4  | 3,2                  | 5,3  |
| Май         |                  | 1,1                | -0,8                                   | 3,3                   | -6,0               | 1,4                              | 2,4                                  | 4,2                           | 6,4  | 2,1                  | 4,9  |
| Июнь        | 1,3              | 0,3                | 2,9                                    | 2,8                   | -0,1               | 2,9                              | 1,1                                  | 3,1                           | -3,5   | 2,1                  | 4,9  |
| Июль        |                  | 0,7                | 2,7                                    | 8,3                   | -2,9               | 0,1                              | 1,6                                  | 4,1                           | 2,9  | 1,4                  | 4,9  |
| Август      |                  | -0,3               | 2,9                                    | 4,6                   | -1,1               | -1,4                             | 1,6                                  | 2,3                           | 4,4  | -1,2                 | 4,8  |
| Сентябрь    | 0,9              | 2,3                | 4,2                                    | 16,3                  | -1,8               | -1,6                             | 1,8                                  | 3,2                           | 0,4  | 1,5                  | 4,9  |
| Октябрь     |                  | 0,2                | 5,4                                    | -11,9                 | -1,5               | -3,1                             | 1,7                                  | 4,3                           | 2,1  | 0,6                  | 5,1  |
| Ноябрь      |                  | -0,6               | 1,5                                    | 0,5                   | -2,5               | -0,4                             | 1,9                                  | 2,8                           | -3,5   | -1,2                 | 5,2  |
| Декабрь     | 0,3              | 2,3                | 5,3                                    | 4,0                   | -0,4               | -3,0                             | 5,1                                  | 4,7                           | -7,6   | -4,0                 | 5,3  |
| <b>2015</b> |                  |                    |  |                       |                    |                                  |                                      |                               |  |                      |  |
| Январь      |                  | -1,5               | 0,0                                    | 2,2                   | -5,1               | -3,9                             | -4,4                                 | -3,4                          | -1,5   | -8,4                 | 5,5  |
| Февраль     |                  | -3,9               | -1,8                                   | 2,6                   | -5,1               | -1,4                             | -7,5                                 | -6,3                          | -2,3   | -7,4                 | 5,8  |
| Март        | -1,9             | -2,0               | 1,2                                    | 3,6                   | -5,5               | 0,6                              | -9,0                                 | -6,9                          | -2,1   | -10,6                | 5,9  |
| Апрель      |                  | -5,7               | -1,8                                   | 2,7                   | -5,3               | -1,2                             | -9,9                                 | -8,5                          | -2,3   | -9,6                 | 5,8  |
| Май         |                  | -5,7               | -2,4                                   | 2,1                   | -5,1               | -3,9                             | -9,5                                 | -10,3                         | -7,4   | -7,4                 | 5,6  |
| Июнь        | -3,4             | -5,4               | -0,9                                   | 1,0                   | -5,1               | -3,1                             | -9,7                                 | -6,1                          | -3,6   | -8,6                 | 5,4  |
| Июль        |                  | -4,9               | -1,5                                   | -2,6                  | -4,7               | 1,9                              | -9,6                                 | -6,0                          | -3,2   | -9,2                 | 5,3  |
| Август      |                  | -4,5               | 0,2                                    | 1,9                   | -5,1               | 0,6                              | -9,5                                 | -3,9                          | -5,0   | -9,0                 | 5,3  |
| Сентябрь    | -2,7             | -3,3               | -0,3                                   | 3,1                   | -4,8               | 1,0                              | -10,7                                | -3,3                          | -4,7   | -10,4                | 5,2  |
| Октябрь     |                  | -3,4               | -1,6                                   | 7,0                   | -4,9               | 4,5                              | -11,3                                | -4,5                          | -6,5   | -10,5                | 5,5  |
| Ноябрь      |                  | -4,3               | 1,0                                    | 1,7                   | -4,3               | 3,4                              | -12,2                                | -6,7                          | -6,1   | -10,4                | 5,8  |
| Декабрь     | -3,2             | -4,2               | -1,9                                   | 3,0                   | -3,9               | 3,7                              | -14,1                                | -1,0                          | 5,0  | -8,4                 | 5,8  |
| <b>2016</b> |                  |                    |  |                       |                    |                                  |                                      |                               |  |                      |  |
| Январь      |                  | -2,9               | -0,8                                   | 3,3                   | -7,2               | 1,0                              | -6,2                                 | -3,7                          | -6,0   | -3,6                 | 5,8  |
| Февраль     |                  | 1,3                | 3,8                                    | 3,8                   | -4,8               | 3,9                              | -3,7                                 | 7,2                           | -4,3   | 0,6                  | 5,8  |
| Март        | -0,4             | 0,3                | 0,3                                    | 3,6                   | -2,8               | -0,2                             | -5,0                                 | 8,1                           | -0,9   | 1,5                  | 6,0  |
| Апрель      |                  | 0,4                | 1,0                                    | 3,5                   | -6,1               | 0,7                              | -4,3                                 | 6,6                           | -6,8   | -1,1                 | 5,9  |
| Май         |                  | 0,4                | 1,5                                    | 3,4                   | -8,2               | 0,7                              | -5,3                                 | 7,3                           | -5,6   | 1,0                  | 5,6  |
| Июнь        | -0,5             | 0,4                | 2,0                                    | 2,9                   | -9,9               | 1,7                              | -5,0                                 | 4,1                           | -4,5   | 1,1                  | 5,4  |
| Июль        |                  | -0,1               | 1,4                                    | 7,4                   | -2,4               | 1,4                              | -4,3                                 | 0,8                           | -8,2   | -1,3                 | 5,3  |
| Август      |                  | 1,5                | 1,5                                    | 5,7                   | -1,6               | 3,0                              | -4,2                                 | 5,5                           | -10,0  | 2,7                  | 5,2  |
| Сентябрь    | -0,4             | 0,0                | 0,1                                    | 4,7                   | -6,5               | 4,1                              | -3,1                                 | 1,1                           | -2,7   | 1,9                  | 5,2  |
| Октябрь     |                  | 0,0                | 1,6                                    | 4,3                   | -0,6               | -0,5                             | -4,3                                 | -1,7                          | -6,0   | 0,4                  | 5,4  |
| Ноябрь      |                  | 2,2                | 3,4                                    | 6,8                   | 1,5                | 2,7                              | -4,2                                 | 3,6                           | -6,2   | 2,1                  | 5,4  |
| Декабрь     | 0,3              | 0,4                | 0,2                                    | 3,4                   | -5,4               | 3,3                              | -5,2                                 | -5,8                          | -6,8   | 2,8                  | 5,3  |
| <b>2017</b> |                  |                    |  |                       |                    |                                  |                                      |                               |  |                      |  |
| Январь      |                  | 2,1                | 2,3                                    | 0,6                   | -2,4               | 8,2                              | -2,1                                 | 6,8                           | 8,2  | 3,1                  | 5,6  |
| Февраль     |                  | -2,8               | -2,7                                   | 0,2                   | -4,5               | 3,9                              | -2,6                                 | -2,6                          | -3,7   | 1,0                  | 5,6  |
| Март        | 0,5              | 1,3                | 0,8                                    | 1,1                   | -5,0               | 4,1                              | -0,2                                 | 8,3                           | -2,3   | 3,2                  | 5,4  |
| Апрель      |                  | 3,1                | 2,3                                    | 0,8                   | -0,4               | 9,5                              | 0,4                                  | 6,7                           | -7,4   | 3,7                  | 5,3  |
| Май         |                  | 5,6                | 5,6                                    | 0,3                   | 3,8                | 9,6                              | 1,0                                  | 10,6                          | 0,1  | 2,8                  | 5,2  |
| Июнь        | 2,5              | 4,8                | 3,5                                    | -1,3                  | 5,3                | 9,0                              | 1,5                                  | 11,8                          | 0,2  | 3,9                  | 5,1  |
| Июль        |                  | 1,8                | 1,1                                    | -2,9                  | 7,1                | 6,2                              | 1,2                                  | 4,6                           | -1,0   | 3,1                  | 5,1  |
| Август      |                  | ...                | 1,5                                    | 4,7                   | 6,1                | 7,8                              | 1,9                                  | ...                           | -0,3   | 3,7                  | 4,9  |

<sup>1</sup> Квартальные данные.

<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.

Источник: Росстат.

Таблица 4

**Денежно-кредитные показатели<sup>1</sup>**  
**(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)**

|             | M2   | M2X <sup>2</sup> | Депозиты нефинансового сектора в национальной валюте |             | Депозиты нефинансового сектора в иностранной валюте <sup>3</sup> |             | Чистые иностранные активы банковской системы <sup>3</sup> | Кредит экономике <sup>2</sup> | Кредит физическим лицам <sup>2</sup> | Кредит юридическим лицам <sup>2</sup> |
|-------------|------|------------------|--|-------------|--|-------------|---|-------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|
|             |      |                  | Физических лиц                                       | Организаций | Физических лиц   | Организаций |   |                               |                                      |                                       |
| <b>2014</b> |      |                  |  |             |  |             |   |                               |                                      |                                       |
| 1.01.2014   | 14,6 | 14,4             | 18,2   | 14,2        | 9,6  | 16,3        | -2,6  | 16,2                          | 28,1                                 | 11,9                                  |
| 1.02.2014   | 12,7 | 13,9             | 15,2   | 11,5        | 10,9   | 26,4        | -2,1  | 16,3                          | 27,3                                 | 12,3                                  |
| 1.03.2014   | 12,1 | 13,7             | 13,2   | 12,7        | 13,5   | 27,1        | -2,0  | 15,8                          | 26,6                                 | 11,8                                  |
| 1.04.2014   | 8,5  | 10,8             | 8,6  | 9,5         | 11,6   | 31,5        | -4,7  | 15,5                          | 25,6                                 | 11,8                                  |
| 1.05.2014   | 8,3  | 9,9              | 7,5  | 10,7        | 8,7  | 25,2        | -6,5  | 15,6                          | 24,2                                 | 12,4                                  |
| 1.06.2014   | 7,7  | 10,1             | 7,6  | 8,6         | 9,1  | 33,5        | -6,0  | 16,1                          | 22,5                                 | 13,7                                  |
| 1.07.2014   | 6,7  | 8,6              | 6,6  | 8,4         | 10,4   | 24,7        | -2,3  | 14,9                          | 20,9                                 | 12,6                                  |
| 1.08.2014   | 6,2  | 7,5              | 6,7  | 5,7         | 5,8  | 20,5        | -4,0  | 14,0                          | 19,5                                 | 11,9                                  |
| 1.09.2014   | 6,6  | 7,2              | 7,1  | 5,8         | 2,1  | 16,8        | -7,2  | 13,0                          | 18,0                                 | 11,1                                  |
| 1.10.2014   | 7,0  | 6,9              | 6,6  | 6,6         | -4,6   | 15,4        | -10,7   | 12,5                          | 17,4                                 | 10,5                                  |
| 1.11.2014   | 6,0  | 6,8              | 5,4  | 5,8         | -3,8   | 21,7        | -14,2   | 12,0                          | 15,7                                 | 10,6                                  |
| 1.12.2014   | 5,0  | 6,0              | 3,7  | 6,4         | -4,2   | 21,7        | -17,5   | 11,8                          | 14,6                                 | 10,7                                  |
| <b>2015</b> |      |                  |  |             |  |             |   |                               |                                      |                                       |
| 1.01.2015   | 2,2  | 3,7              | 3,7  | -3,0        | 8,9  | -3,8        | 19,6  | -19,2                         | 13,7                                 | 12,0                                  |
| 1.02.2015   | 4,4  | 4,3              | 4,3  | -0,3        | 12,9   | -8,3        | 12,3  | -21,2                         | 12,4                                 | 10,4                                  |
| 1.03.2015   | 4,1  | 3,6              | 3,6  | 1,8         | 10,0   | -9,5        | 10,3  | -23,8                         | 12,3                                 | 8,1                                   |
| 1.04.2015   | 6,2  | 4,8              | 4,8  | 5,4         | 11,8   | -8,9        | 6,4   | -21,3                         | 9,6                                  | 5,2                                   |
| 1.05.2015   | 6,4  | 5,8              | 5,8  | 6,2         | 12,7   | -3,9        | 7,6   | -17,8                         | 8,3                                  | 2,6                                   |
| 1.06.2015   | 6,8  | 4,8              | 4,8  | 6,7         | 13,5   | -2,4        | -3,2  | -18,9                         | 6,7                                  | 1,0                                   |
| 1.07.2015   | 6,8  | 5,7              | 5,7  | 6,9         | 12,3   | -2,9        | 3,4   | -18,1                         | 6,4                                  | -0,8                                  |
| 1.08.2015   | 7,0  | 6,8              | 6,8  | 7,6         | 12,1   | -0,7        | 8,5   | -17,2                         | 6,4                                  | -2,2                                  |
| 1.09.2015   | 7,6  | 8,3              | 8,3  | 6,8         | 16,0   | 2,2         | 13,3  | -12,2                         | 6,2                                  | -3,4                                  |
| 1.10.2015   | 7,5  | 9,7              | 9,7  | 7,7         | 14,6   | 7,3         | 18,8  | -8,4                          | 5,5                                  | -4,5                                  |
| 1.11.2015   | 8,6  | 9,2              | 9,2  | 9,0         | 15,3   | 5,4         | 12,3  | -4,8                          | 5,2                                  | -5,5                                  |
| 1.12.2015   | 8,8  | 9,7              | 9,7  | 10,8        | 13,4   | 6,6         | 13,8  | -0,5                          | 5,1                                  | -6,5                                  |
| <b>2016</b> |      |                  |  |             |  |             |   |                               |                                      |                                       |
| 1.01.2016   | 11,3 | 11,8             | 19,4   | 8,0         | 8,3  | 13,7        | 1,3   | 3,2                           | -6,4                                 | 6,5                                   |
| 1.02.2016   | 9,5  | 9,7              | 18,2   | 1,6         | 7,9  | 10,8        | 5,9   | 3,8                           | -5,7                                 | 6,9                                   |
| 1.03.2016   | 9,9  | 10,0             | 16,9   | 2,9         | 5,7  | 11,4        | 8,8   | 2,7                           | -4,8                                 | 5,2                                   |
| 1.04.2016   | 11,8 | 11,5             | 16,4   | 7,6         | 5,4  | 12,5        | 9,6   | 4,5                           | -3,7                                 | 7,2                                   |
| 1.05.2016   | 10,7 | 10,1             | 15,7   | 4,5         | 2,0  | 10,9        | 8,3   | 4,2                           | -2,8                                 | 6,6                                   |
| 1.06.2016   | 12,0 | 11,2             | 16,3   | 7,0         | -0,2   | 14,7        | 7,7   | 4,5                           | -2,2                                 | 6,7                                   |
| 1.07.2016   | 12,2 | 10,1             | 16,2   | 7,9         | 0,0  | 6,9         | 5,3   | 4,8                           | -1,6                                 | 6,8                                   |
| 1.08.2016   | 12,3 | 9,2              | 15,4   | 9,1         | 0,4  | 0,9         | 4,9   | 5,2                           | -1,2                                 | 7,2                                   |
| 1.09.2016   | 11,8 | 7,9              | 16,1   | 7,2         | 0,5  | -2,4        | 5,3   | 4,8                           | -0,8                                 | 6,5                                   |
| 1.10.2016   | 12,7 | 7,1              | 15,7   | 10,4        | 1,2  | -10,6       | 3,1   | 4,6                           | -0,2                                 | 6,1                                   |
| 1.11.2016   | 12,1 | 6,0              | 15,6   | 9,6         | 0,8  | -13,5       | 1,9   | 4,7                           | 0,3                                  | 6,0                                   |
| 1.12.2016   | 11,2 | 5,5              | 15,8   | 7,0         | 0,4  | -12,3       | 1,6   | 4,1                           | 0,9                                  | 5,1                                   |
| <b>2017</b> |      |                  |  |             |  |             |   |                               |                                      |                                       |
| 1.01.2017   | 9,2  | 4,0              | 14,2   | 4,0         | 0,4  | -13,6       | 0,1   | 3,3                           | 1,4                                  | 3,9                                   |
| 1.02.2017   | 11,9 | 7,1              | 16,3   | 8,9         | 3,2  | -6,2        | 2,4   | 4,2                           | 1,6                                  | 4,9                                   |
| 1.03.2017   | 12,1 | 7,1              | 16,2   | 10,1        | 5,0  | -8,0        | 4,8   | 4,7                           | 1,9                                  | 5,4                                   |
| 1.04.2017   | 11,1 | 6,0              | 15,7   | 7,6         | 3,4  | -11,4       | 3,5   | 5,0                           | 3,1                                  | 5,5                                   |
| 1.05.2017   | 10,1 | 5,5              | 14,0   | 6,8         | 3,8  | -11,3       | 1,8   | 5,2                           | 4,8                                  | 5,4                                   |
| 1.06.2017   | 10,0 | 6,1              | 13,5   | 6,9         | 3,6  | -7,1        | 5,7   | 5,4                           | 4,8                                  | 5,6                                   |
| 1.07.2017   | 10,5 | 6,5              | 14,1   | 7,0         | 2,6  | -7,1        | 6,0   | 5,6                           | 5,9                                  | 5,5                                   |
| 1.08.2017   | 9,0  | 6,5              | 13,3   | 3,6         | 1,0  | 1,7         | 8,3   | 5,9                           | 6,5                                  | 5,7                                   |

<sup>1</sup> Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» и раздел «Статистика» официального сайта Банка России). Данные до и после 1.01.2016 временно сопоставимы в связи с изменением методологии расчета показателей денежно-кредитной статистики.

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

<sup>3</sup> Рассчитано по данным в млрд долл. США.

Источник: Банк России.

Таблица 5

**Денежно-кредитные показатели<sup>1</sup>**  
(млрд руб., если не указано иное)

|             | M2     | M2X    | Депозиты нефинансового сектора в национальной валюте |             | Депозиты нефинансового сектора в иностранной валюте, млрд долл. США |             | Чистые иностранные активы банковской системы, млрд долл. США | Кредит экономике | Кредит физическим лицам | Кредит юридическим лицам |
|-------------|--------|--------|--|-------------|---|-------------|--|------------------|-------------------------|--------------------------|
|             |        |        | Физических лиц                                       | Организаций | Физических лиц  | Организаций |  |                  |                         |                          |
| <b>2014</b> |        |        |  |             |   |             |  |                  |                         |                          |
| 1.01.2014   | 31 405 | 37 272 | 13 855   | 10 565      | 87,0  | 92,3        | 555,5  | 37 241           | 10 795                  | 26 446                   |
| 1.02.2014   | 30 136 | 36 979 | 13 273   | 10 200      | 89,3  | 104,9       | 563,6  | 37 818           | 10 821                  | 26 997                   |
| 1.03.2014   | 30 459 | 37 579 | 13 341   | 10 419      | 91,0  | 106,5       | 563,1  | 38 108           | 10 937                  | 27 171                   |
| 1.04.2014   | 29 800 | 37 010 | 13 056   | 10 136      | 91,4  | 110,6       | 548,5  | 38 524           | 11 097                  | 27 427                   |
| 1.05.2014   | 30 160 | 37 285 | 13 339   | 10 044      | 90,7  | 108,9       | 547,5  | 39 250           | 11 304                  | 27 946                   |
| 1.06.2014   | 30 246 | 37 366 | 13 359   | 10 123      | 90,6  | 114,4       | 549,4  | 39 740           | 11 426                  | 28 314                   |
| 1.07.2014   | 30 426 | 37 240 | 13 552   | 10 111      | 91,8  | 110,8       | 558,6  | 39 747           | 11 550                  | 28 197                   |
| 1.08.2014   | 30 525 | 37 463 | 13 640   | 10 013      | 89,9  | 104,3       | 544,6  | 40 445           | 11 733                  | 28 711                   |
| 1.09.2014   | 30 689 | 37 723 | 13 774   | 9950        | 87,8  | 102,7       | 519,2  | 40 909           | 11 878                  | 29 031                   |
| 1.10.2014   | 30 645 | 38 154 | 13 723   | 9962        | 84,1  | 106,5       | 507,8  | 41 692           | 12 011                  | 29 681                   |
| 1.11.2014   | 30 268 | 38 912 | 13 653   | 9708        | 86,2  | 113,0       | 489,5  | 42 714           | 12 126                  | 30 588                   |
| 1.12.2014   | 30 626 | 40 223 | 13 583   | 10 123      | 84,5  | 110,0       | 463,1  | 44 007           | 12 246                  | 31 761                   |
| <b>2015</b> |        |        |  |             |   |             |  |                  |                         |                          |
| 1.01.2015   | 31 616 | 42 910 | 13 432   | 11 012      | 83,7  | 108,8       | 445,0  | 48 512           | 12 346                  | 36 166                   |
| 1.02.2015   | 31 034 | 45 155 | 13 228   | 11 105      | 81,9  | 115,9       | 438,6  | 50 357           | 12 264                  | 38 094                   |
| 1.03.2015   | 31 225 | 43 881 | 13 584   | 10 969      | 82,3  | 116,0       | 423,0  | 49 406           | 12 076                  | 37 330                   |
| 1.04.2015   | 31 029 | 43 204 | 13 758   | 10 730      | 83,3  | 115,8       | 426,8  | 48 448           | 11 914                  | 36 535                   |
| 1.05.2015   | 31 719 | 42 739 | 14 158   | 10 941      | 87,2  | 115,4       | 444,7  | 47 748           | 11 784                  | 35 965                   |
| 1.06.2015   | 31 842 | 42 863 | 14 246   | 11 019      | 88,4  | 109,1       | 438,9  | 47 854           | 11 717                  | 36 136                   |
| 1.07.2015   | 31 958 | 43 741 | 14 481   | 10 817      | 89,1  | 113,2       | 451,6  | 48 309           | 11 661                  | 36 648                   |
| 1.08.2015   | 32 094 | 44 494 | 14 675   | 10 660      | 89,3  | 111,7       | 445,5  | 48 869           | 11 698                  | 37 171                   |
| 1.09.2015   | 32 384 | 46 527 | 14 705   | 10 893      | 89,7  | 114,9       | 450,3  | 50 522           | 11 742                  | 38 780                   |
| 1.10.2015   | 32 074 | 46 880 | 14 785   | 10 544      | 90,2  | 125,1       | 459,6  | 50 627           | 11 710                  | 38 917                   |
| 1.11.2015   | 32 170 | 46 658 | 14 879   | 10 505      | 90,8  | 125,4       | 460,9  | 50 507           | 11 666                  | 38 842                   |
| 1.12.2015   | 32 754 | 47 508 | 15 046   | 10 921      | 90,1  | 123,8       | 456,1  | 51 110           | 11 634                  | 39 476                   |
| <b>2016</b> |        |        |  |             |   |             |  |                  |                         |                          |
| 1.01.2016   | 35 180 | 51 370 | 16 045   | 11 896      | 90,6  | 123,6       | 450,8  | 53 058           | 11 647                  | 41 411                   |
| 1.02.2016   | 33 976 | 50 841 | 15 641   | 11 279      | 88,4  | 128,4       | 464,6  | 53 373           | 11 594                  | 41 779                   |
| 1.03.2016   | 34 319 | 51 149 | 15 885   | 11 284      | 87,0  | 129,2       | 460,0  | 53 236           | 11 570                  | 41 666                   |
| 1.04.2016   | 34 699 | 50 064 | 16 013   | 11 543      | 87,8  | 130,3       | 467,7  | 52 288           | 11 518                  | 40 770                   |
| 1.05.2016   | 35 113 | 49 685 | 16 377   | 11 434      | 88,9  | 127,9       | 481,7  | 52 131           | 11 512                  | 40 620                   |
| 1.06.2016   | 35 651 | 50 351 | 16 562   | 11 792      | 88,3  | 125,1       | 472,9  | 52 446           | 11 524                  | 40 922                   |
| 1.07.2016   | 35 868 | 49 975 | 16 827   | 11 668      | 89,2  | 121,0       | 475,6  | 52 181           | 11 519                  | 40 662                   |
| 1.08.2016   | 36 039 | 50 200 | 16 942   | 11 635      | 89,7  | 112,7       | 467,2  | 52 813           | 11 592                  | 41 221                   |
| 1.09.2016   | 36 194 | 49 902 | 17 077   | 11 678      | 90,2  | 112,1       | 474,3  | 52 682           | 11 639                  | 41 043                   |
| 1.10.2016   | 36 149 | 49 545 | 17 100   | 11 636      | 91,3  | 111,8       | 473,7  | 52 425           | 11 670                  | 40 755                   |
| 1.11.2016   | 36 051 | 49 171 | 17 202   | 11 510      | 91,5  | 108,4       | 469,8  | 52 625           | 11 690                  | 40 935                   |
| 1.12.2016   | 36 433 | 49 858 | 17 427   | 11 688      | 90,5  | 108,5       | 463,3  | 52 999           | 11 738                  | 41 261                   |
| <b>2017</b> |        |        |  |             |   |             |  |                  |                         |                          |
| 1.01.2017   | 38 418 | 50 903 | 18 328   | 12 375      | 91,0  | 106,8       | 451,3  | 52 746           | 11 756                  | 40 990                   |
| 1.02.2017   | 38 017 | 51 236 | 18 195   | 12 278      | 91,2  | 120,5       | 475,7  | 53 052           | 11 716                  | 41 336                   |
| 1.03.2017   | 38 475 | 51 143 | 18 461   | 12 427      | 91,4  | 118,9       | 481,9  | 52 832           | 11 727                  | 41 105                   |
| 1.04.2017   | 38 555 | 50 673 | 18 529   | 12 415      | 90,8  | 115,4       | 484,0  | 52 967           | 11 836                  | 41 131                   |
| 1.05.2017   | 38 665 | 50 864 | 18 673   | 12 216      | 92,3  | 113,5       | 490,4  | 53 610           | 12 040                  | 41 570                   |
| 1.06.2017   | 39 224 | 51 421 | 18 800   | 12 611      | 91,4  | 116,2       | 500,0  | 53 668           | 12 037                  | 41 630                   |
| 1.07.2017   | 39 625 | 52 132 | 19 192   | 12 487      | 91,5  | 112,4       | 504,4  | 54 255           | 12 179                  | 42 076                   |
| 1.08.2017   | 39 275 | 51 936 | 19 193   | 12 048      | 90,6  | 114,6       | 506,1  | 54 666           | 12 314                  | 42 353                   |

<sup>1</sup> Рассчитано по данным «Обзора банковской системы» (см. таблицу 1.16 «Статистического бюллетеня Банка России» и раздел «Статистика» официального сайта Банка России). Данные до и после 1.01.2015 временно несопоставимы в связи с изменением методологии расчета показателей денежно-кредитной статистики.

Источник: Банк России.



Таблица 6

**Нормативы обязательных резервов (%)**

| Вид обязательств   | Отчетные периоды         |           |           |           |
|--|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
|  | С 1.01.16<br>по 31.03.16 | С 1.04.16 | С 1.07.16 | С 1.08.16 |
| Перед физическими лицами в рублях                              | 4,25                     | 4,25      | 4,25      | 5,00      |
| Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях             |                          |           |           |           |
| По иным обязательствам в рублях                                |                          | 5,25      | 5,25      | 6,00      |
| Перед физическими лицами в иностранной валюте                  |                          |           |           |           |
| Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте |                          |           | 6,25      | 7,00      |
| По иным обязательствам в иностранной валюте                    |                          |           |           |           |

Источник: Банк России.

Таблица 7

**Процентные ставки по операциям Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности (% годовых)**

| Назначение                 | Вид инструмента   | Инструмент   | Срок                     | Частота проведения                                  | На    | С                 | С                 | С                 | С                 | С                 |                   |      |
|----------------------------|---|--|--------------------------|---|-------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------|
| Предоставление ликвидности | Операции постоянного действия                               | Кредиты «овернайт»; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) <sup>1</sup> ; операции репо | 1 день                   | Ежедневно   | 12,00 | 11,50             | 11,00             | 10,75             | 10,25             | 19.06.17          | 18.09.17          |      |
|                            |   |  | От 2 до 549 дней         |   | 12,50 | 12,00             | 11,50             | 11,25             | 10,75             | 10,50             | -                 |      |
|                            |   |  | 3 месяца                 |   | 12,75 | 12,25             | 11,75             | 11,50             | 11,00             | 10,75             | 10,25             |      |
|                            | Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)  | Кредиты, обеспеченные нерыночными активами <sup>2</sup><br>Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами <sup>2</sup>           | 1 неделя                 | Ежемесячно <sup>4</sup><br>Еженедельно <sup>5</sup> | 11,25 | 10,75             | 10,25             | 10,00             | 9,50              | 9,25              | 9,25              | 8,75 |
|                            |   |  | От 1 до 6 дней           |   |       | 11,00             | 10,50             | 10,00             | 9,75              | 9,25              | 9,00              | 8,50 |
|                            |   |  | От 1 до 2 дней           |   |       | (ключевая ставка) | (ключевая ставка) | (ключевая ставка) | (ключевая ставка) | (ключевая ставка) | (ключевая ставка) |      |
| Абсорбирование ликвидности | Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки) | Депозитные аукционы  | 1 неделя                 | Еженедельно <sup>5</sup>                            | -     | 9,50              | 9,00              | 8,75              | 8,25              | 8,00              | 7,50              |      |
|                            |   |  | 3 месяца                 |   |       | Нерегулярно       | 9,00              | 8,25              | 8,00              | 7,50              |                   |      |
|                            |   |  | 1 день, до востребования |   |       | Ежедневно         | 10,00             | 9,50              | 9,00              | 8,00              | 7,50              |      |

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

<sup>2</sup> Операции, которые проводятся по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>3</sup> Операции приостановлены с 1 апреля 2017 г., отменены с 16 июля 2017 года.

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

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

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 8

Операции Банка России по предоставлению  
и абсорбированию рублевой ликвидности

| Назначение                 | Вид инструмента               | Инструмент   | Срок           | Частота проведения  | Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательствам Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб. |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |        |        |        |        |        |
|----------------------------|-------------------------------|--|----------------|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                            |                               |  |                |   | Ha<br>1.01.16   | Ha<br>1.10.16 | Ha<br>1.01.17 | Ha<br>1.04.17 | Ha<br>1.07.17 | Ha<br>1.09.17 | Ha<br>1.10.16 | Ha<br>1.01.17 | Ha<br>1.04.17 | Ha<br>1.07.17 | Ha<br>1.09.17 |        |        |        |        |        |
| Предоставление ликвидности | Операции постоянного действия | Кредиты овернайт   | 1 день         | Ежедневно   | 0,0   | 2,6           | 0,0           | 0,0           | 4,2           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0    | 0,0    |        |        |        |
|                            |                               | Ломбардные кредиты   |                |   | 2,9   | 1,2           | 0,6           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |        |
|                            |                               | Сделки «валютный своп»   |                |   | 14,9  | 49,8          | 37,8          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |
|                            |                               | Операции репо  |                |   | 264,9   | 408,7         | 593,9         | 59,1          | 103,2         | 103,2         | 767,5         | 767,5         | 767,5         | 767,5         | 767,5         | 767,5  | 767,5  | 767,5  | 767,5  |        |
|                            |                               | Кредиты, обеспеченные золотом  |                |   | 0,5   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -      | -      | -      | -      | -      |
|                            |                               | Кредиты, обеспеченные нерыночными активами                             |                |   | 234,8   | 331,7         | 410,7         | 259,8         | 8,8           | 8,8           | 54,5          | 54,5          | 54,5          | 54,5          | 54,5          | 54,5   | 54,5   | 54,5   | 54,5   | 54,5   |
| Абсорбирование ликвидности | Операции на открытом рынке    | Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами | 3 месяца       | Ежемесячно <sup>3</sup><br>Нерегулярно<br>Еженедельно <sup>4</sup><br>Нерегулярно <sup>5</sup><br>Еженедельно <sup>4</sup><br>Нерегулярно | 1553,8  | 216,2         | 215,6         | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |        |
|                            |                               | Аукционы репо  | 1 неделя       |   | 1448,5  | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |        |
|                            |                               | Аукционы «валютный своп»   | От 1 до 2 дней |   | 0,0   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
|                            |                               | Депозитные аукционы  | От 1 до 6 дней |   | 0,0   | 180,0         | 397,0         | 320,0         | 470,0         | 1003,7        | 1003,7        | 1003,7        | 1003,7        | 1003,7        | 1003,7        | 1003,7 | 1003,7 | 1003,7 | 1003,7 | 1003,7 |
|                            |                               | Аукционы по размещению КОБР  | 1 неделя       |   | -   | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -      | -      | -      | -      | -      |
|                            |                               | Депозитные операции  | 3 месяца       |   | 557,8   | 374,7         | 388,2         | 174,0         | 188,4         | 185,7         | 185,7         | 185,7         | 185,7         | 185,7         | 185,7         | 185,7  | 185,7  | 185,7  | 185,7  | 185,7  |

<sup>1</sup> Операции приостановлены с 1 апреля 2017 г., отменены с 16 июля 2017 года.

<sup>2</sup> Операции приостановлены с 1 июля 2016 года.

<sup>3</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>4</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>5</sup> Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.

Таблица 9  
Специализированные механизмы рефинансирования Банка России<sup>1</sup>

| Направление ковенной поддержки банковского кредитования | Срок кредита | Залог   | Процентная ставка, % годовых <sup>2</sup> |            |            |            |           |            |            |            |            |            | Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб. |            |            |            |            |            | Лимит, млрд руб. |            |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---|--------------|---|---|------------|------------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|   |              |   | Ha 1.01.16                                | C 14.06.16 | C 19.09.16 | C 27.03.17 | C 2.05.17 | C 19.06.17 | C 18.09.17 | Ha 1.01.16 | Ha 1.10.16 | Ha 1.01.17 | Ha 1.04.17  | Ha 1.07.17 | Ha 1.09.17 | Ha 1.01.16 | Ha 1.01.17 | Ha 1.09.17 | Ha 1.01.16       | Ha 1.01.17 | Ha 1.09.17 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Несырьевой экспорт                                      | До 3 лет     | Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»   | 9,00                                      | 9,00       | 9,00       | 8,75       | 6,50      | 6,50       | 6,50       | 6,50       | 6,50       | 18,09,17   | 39,66   | 49,62      | 43,38      | 30,77      | 33,47      | 45,08      | 50,00            | 75,00      | 75,00      | 75,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 | 75,00 |       |
| Крупные инвестиционные проекты <sup>3</sup>             | До 3 лет     | Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации | 9,00                                      | 9,00       | 9,00       | 8,75       | 8,25      | 8,00       | 8,00       | 8,00       | 7,50       | 53,44      | 101,12  | 112,62     | 100,70     | 102,43     | 104,23     |            |                  |            |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|   |              |   | 9,00                                      | 9,00       | 9,00       | 8,75       | 8,25      | 8,00       | 8,00       | 8,00       | 7,50       | 2,85       | 0,83  | 0,59       | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       |                  |            |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Малый и средний бизнес                                  | До 3 лет     | Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России   | 9,00                                      | 9,00       | 9,00       | 8,75       | 8,25      | 8,00       | 8,00       | 8,00       | 7,50       | 40,10      | 44,01   | 43,12      | 38,68      | 31,83      | 27,04      |            |                  |            |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|   |              |   | 6,50                                      | 6,50       | 6,50       | 6,50       | 6,50      | 6,50       | 6,50       | 6,50       | 6,50       | 0,08       | 24,95   | 48,17      | 64,51      | 73,60      | 77,16      |            |                  |            |            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Лизинг  | До 3 лет     | Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям  | 9,00                                      | 9,00       | 9,00       | 8,75       | 8,25      | 8,00       | 8,00       | 8,00       | 7,50       | 0,00       | 0,00  | 0,00       | 0,18       | 0,20       | 0,20       | 0,20       | 10,00            | 10,00      | 10,00      | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 |
|   |              |   | 10,75                                     | 10,50      | 10,00      | 9,75       | 9,25      | 9,00       | 8,50       | 8,50       | 8,50       | 21,01      | 29,31   | 29,31      | 29,31      | 29,31      | 29,31      | 29,31      | 29,31            | 30,00      | 30,00      | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 |
| Военная ипотека   | До 3 лет     | Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»  | 10,75                                     | 10,50      | 10,00      | 9,75       | 9,25      | 9,00       | 8,50       | 8,50       | 8,50       | 21,01      | 29,31   | 29,31      | 29,31      | 29,31      | 29,31      | 29,31      | 30,00            | 30,00      | 30,00      | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 |

<sup>1</sup> Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами. Специализированные механизмы рефинансирования являются временными, то есть будут действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

<sup>2</sup> Дополнительная информация о процентных ставках по специализированным механизмам размещена в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте Банка России.

<sup>3</sup> Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 года № 1016 «Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и критериев для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 года № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

<sup>4</sup> Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям - партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям - партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

Источник: Банк России.

Таблица 10  
Операции Банка России по предоставлению  
иностранных валюты

| Инструмент   | Срок       | Частота <sup>1</sup> | Минимальная ставка на аукционах, как<br>спред к ставке LIBOR <sup>2</sup> ,<br>процентных пунктов; фиксированная<br>ставка по сделкам<br>«валютный своп» <sup>3</sup> , % годовых |                          | Требования Банка России,<br>млн долл. США <sup>4</sup> |               |               |               |               |               |               |               |               |
|--|------------|----------------------|---|--------------------------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|  |            |                      | Ha<br>1.01.16   | C<br>23.12.16            | Ha<br>1.01.16  | Ha<br>1.10.16 | Ha<br>1.01.17 | Ha<br>1.04.17 | Ha<br>1.07.17 | Ha<br>1.09.17 | Ha<br>1.10.16 | Ha<br>1.01.17 | Ha<br>1.04.17 |
| Аукционные репо  | 1 неделя   |                      | 2,00  | 2,00                     | 100,1  | 0,0           | 2 635,2       | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 100,1         |
|  | 28 дней    | Еженедельно          |   |                          | 5 016,7  | 9 913,4       | 8 719,9       | 4 810,8       | 2 305,5       | 1 197,2       |               |               |               |
|  | 12 месяцев |                      | 3,00  | 3,00                     | 15 550,0   | 159,6         | 26,2          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |               |
| Кредитные<br>аукционы                                      | 28 дней    |                      | 2,25  | 2,25                     | -  | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |               |
|  | 365 дней   | Ежемесячно           | 3,25  | 3,25                     | 1 494,7  | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |               |
| Сделки «валютный своп» по продаже<br>долларов США за рубли | 1 день     | Ежедневно            | 1,50  | LIBOR <sup>2</sup> +1,50 | 0,0  | 0,0           | 1 000,0       | 54,9          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |               |

<sup>1</sup> Кредитные аукционы в 2016 и в 2017 гг. не проводились, проведение аукционов репо на срок 12 месяцев приостановлено с 1 апреля 2016 г., регулярное проведение аукционов репо на сроки 7 и 28 дней прекращено с 11 сентября 2017 года.

<sup>2</sup> В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

<sup>3</sup> По долларовой части; ставка по рублевой части соответствует ключевой ставке Банка России, уменьшенной на 1 процентный пункт.

<sup>4</sup> По сделкам репо – требования к кредитным организациям по второй части сделок.

Источник: Банк России.

## ГЛОССАРИЙ

### **Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора**

Факторы формирования ликвидности банковского сектора, которые не связаны с операциями центрального банка по ее управлению и управлению ставкой сегмента «овернайт» денежного рынка. Включают изменение объема наличных денег в обращении, изменение средств расширенного правительства на счетах в Банке России и прочие операции, регулирование обязательных резервов, а также операции Банка России на внутреннем валютном рынке.

### **Базовая инфляция**

Инфляция, измеренная 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 (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, большинство жилищно-коммунальных услуг).

### **Бюджетное правило**

Бюджетное правило – законодательно закрепленный принцип бюджетной дисциплины, ориентированный: 1) на подстройку к внешней конъюнктуре посредством механизма накопления/использования суверенных фондов в рамках операций Минфина России по покупке/продаже валюты в размере определенной части циклических доходов; 2) на стабилизацию государственных финансов путем ограничения расходов относительно размера доходов.

### **Денежный агрегат М1**

Сумма наличных денег в обращении 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), открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

### **Денежная база**

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



## **Денежная масса**

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (см. статьи «Денежный агрегат M1», «Денежная масса в национальном определении (M2)», «Широкая денежная масса (M2X)»).

### **Денежная масса в национальном определении (M2)**

Сумма наличных денег в обращении 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.

### **Долгосрочная реальная равновесная процентная ставка**

Реальная процентная ставка, которая в долгосрочной перспективе установится в экономике, в которой выпуск и занятость находятся вблизи потенциального уровня, а инфляция находится вблизи целевого уровня

### **Индекс номинального эффективного курса рубля**

Индекс номинального эффективного курса рубля отражает динамику курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. Рассчитывается как средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами.

### **Индекс реального эффективного курса рубля**

Рассчитывается как средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. При этом реальный курс рубля к иностранной валюте рассчитывается с учетом номинального курса рубля к данной валюте и соотношения уровня цен в России и соответствующей стране. При расчете реального эффективного курса в качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами. Индекс реального эффективного курса рубля отражает изменение конкурентоспособности российских товаров относительно товаров стран – основных торговых партнеров.

## **Инфляция**

Это устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Об изменении цен в экономике дают представление различные показатели ценовой динамики – индексы цен производителей, дефлятор валового внутреннего продукта, индекс потребительских цен. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду индекс потребительских цен (ИПЦ), который измеряет изменение во времени стоимости набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (то есть стоимости потребительской корзины). Выбор ИПЦ в качестве основного индикатора

тора инфляции связан с его ролью как важного показателя динамики 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).

### **Ключевая ставка Банка России**

Основная ставка денежно-кредитной политики, которая устанавливается Советом директоров Банка России. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном счете позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. Операционно 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.

### **Коридор процентных ставок (процентный коридор)**

Основа системы процентных ставок Банка России. Процентный коридор имеет следующую структуру: центр коридора задается ключевой ставкой Банка России; верхняя и нижняя границы, симметричные относительно ключевой ставки, формируются процентными ставками по операциям постоянного действия на срок 1 день (операциям рефинансирования и депозитным операциям).

### **Коэффициент усреднения обязательных резервов**

Коэффициент, значение которого может находиться в интервале от 0 до 1, применяемый к нормативной величине обязательных резервов для расчета усредненной величины обязательных резервов.

### **Ликвидность банковского сектора**

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежных операций и выполнения резервных требований.

### **Ломбардный список Банка России**

Перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по кредитам и операциям репо Банка России.

### **Международные резервы Российской Федерации**

Высоколиквидные иностранные активы, имеющиеся в распоряжении Банка России и Правительства Российской Федерации.

### **Наличные деньги в обращении**

Включают банкноты и монеты, которые находятся в обращении и обычно используются для осуществления расчетов и платежей. В состав денежной массы входят все наличные деньги, находящиеся вне Банка России, за исключением тех, что находятся в кассах кредитных организаций.

### **Неценовые условия банковского кредитования**

Условия банковского кредитования, которые включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, допол-

нительные комиссии, спектр направлений кредитования. Оцениваются по результатам опроса кредитных организаций Банком России.

### **Нормативы обязательных резервов**

Коэффициенты, значения которых могут находиться в интервале от 0 до 20%, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

### **Обязательные резервные требования**

Инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Представляет собой требования Банка России к кредитным организациям поддерживать определенные средства на счетах в Банке России – обязательные резервы. Нормативная величина обязательных резервов определяется путем применения нормативов обязательных резервов, установленных в процентах, к резервируемым обязательствам кредитных организаций. Обязательные резервы должны депонироваться на счетах по учету обязательных резервов, а также могут поддерживаться на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России в рамках механизма усреднения обязательных резервов. Право усреднения обязательных резервов дает возможность кредитным организациям поддерживать определенную долю обязательных резервов, не превышающую коэффициент усреднения обязательных резервов, на корреспондентских счетах в среднем за период усреднения. График периодов усреднения обязательных резервов устанавливается Советом директоров Банка России.

### **Операции абсорбирования**

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

### **Операции на открытом рынке**

Операции Банка России по регулированию объема ликвидности банковского сектора. Включают операции на возвратной основе, которые не являются операциями постоянного действия и проводятся с выставлением Банком России конкретного объема предложения (обычно на аукционах), а также все операции по прямой покупке/продаже ценных бумаг, иностранной валюты, золота.

### **Операции постоянного действия**

Операции Банка России, которые проводятся ежедневно с удовлетворением заявок всех обратившихся кредитных организаций в полном объеме. Ставки по операциям постоянного действия на срок 1 день формируют границы процентного коридора.

### **Операции рефинансирования**

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

### **Платежный баланс Российской Федерации**

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

## **Режим плавающего валютного курса**

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

## **Средства расширенного правительства на счетах в Банке России**

Средства на счетах в Банке России по учету средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, государственных внебюджетных фондов и внебюджетных фондов субъектов Российской Федерации и местных органов власти.

## **Ставка MIACR (Moscow InterBank Actual Credit Rate)**

Средневзвешенная фактическая ставка по межбанковским кредитам в рублях, предоставленным московскими банками.

## **Ставка RUONIA (Ruble OverNight Index Average)**

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

## **Стратегия таргетирования инфляции**

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

## **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.

## **Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики**

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 следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов.

## **Чистый ввоз/вывоз капитала**

Совокупное сальдо операций субъектов частного сектора с иностранными активами и обязательствами, отражаемых в финансовом счете платежного баланса.

## **Широкая денежная масса (M2X)**

Сумма наличных денег в обращении 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 и иностранной валюте, а также начисленные проценты по ним.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ЖКХ** – жилищно-коммунальное хозяйство

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**КОД** – коэффициент обслуживания долга

**МБК** – межбанковские кредиты

**МСП** – малое и среднее предпринимательство

**КОБР** – купонные облигации Банка России

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**ТМДКП** – трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

**ФРС США** – Федеральная резервная система США

**ФОР** – Фонд обязательных резервов

**ФСВ** – Фонд страхования вкладов

**MIACR** – Moscow InterBank Actual Credit Rate

**RUONIA** – Rouble OverNight Index Average

**IRS** – Interest Rate Swap – процентный своп





