

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>ОФИЦИАЛЬНЫЕ СООБЩЕНИЯ</b> .....	<b>2</b>
<b>ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2019 ГОД И ПЕРИОД 2020 И 2021 ГОДОВ</b> .....	<b>3</b>
ВВЕДЕНИЕ .....	3
1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ .....	4
2. ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2018 ГОДУ И 2019–2021 ГОДАХ И ДЕЙСТВИЕ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА.....	11
3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2018 ГОДУ .....	26
4. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2019–2021 ГОДАХ .....	38
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b> .....	<b>52</b>
Приложение 1 <i>Влияние низкой инфляции на жизнь людей и условия ведения бизнеса</i> .....	52
Приложение 2 <i>Канал издержек: анализ российского опыта</i> .....	57
Приложение 3 <i>Немонетарные факторы инфляции: региональный анализ</i> .....	60
Приложение 4 <i>Об оценке влияния повышения НДС на инфляцию</i> .....	66
Приложение 5 <i>Влияние профицита ликвидности на депозитно-кредитные операции</i> .....	70
Приложение 6 <i>Денежная программа</i> .....	74
Приложение 7 <i>Опыт стран, применяющих режим таргетирования инфляции</i> .....	77
Приложение 8 <i>График заседаний Совета директоров Банка России в 2019 году</i> .....	86
Приложение 9 <i>Статистические таблицы</i> .....	87
<b>ГЛОССАРИЙ</b> .....	<b>100</b>
<b>СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ</b> .....	<b>105</b>

## ОФИЦИАЛЬНЫЕ СООБЩЕНИЯ

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ДУМА  
ФЕДЕРАЛЬНОГО СОБРАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
СЕДЬМОГО СОЗЫВА

### ПОСТАНОВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДУМЫ

#### Об Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов

Рассмотрев представленные Центральным банком Российской Федерации Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов, в соответствии со статьей 45 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ “О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)” Государственная Дума Федерального Собрания Российской Федерации **постановляет:**

1. Принять к сведению Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов.

2. Настоящее Постановление вступает в силу со дня его принятия.

Председатель Государственной Думы  
Федерального Собрания Российской Федерации

В.В. ВОЛОДИН

Москва  
21 ноября 2018 года  
№ 2258-7 ГД

# ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2019 ГОД И ПЕРИОД 2020 И 2021 ГОДОВ<sup>1</sup>

## ВВЕДЕНИЕ

Банк России мерами денежно-кредитной политики поддерживает ценовую стабильность в российской экономике. Стабильно низкая инфляция – это важная составляющая благоприятной деловой среды для бизнеса и комфортных условий для жизни граждан нашей страны. Последовательная денежно-кредитная политика, нацеленная на поддержание низких темпов роста цен, повышает предсказуемость экономических условий, позволяет более уверенно строить производственные, инвестиционные планы и осуществлять долгосрочные сбережения. Только при сохранении ценовой стабильности возможна успешная реализация заявленных Правительством России мер по повышению потенциала российской экономики.

Наряду с поддержанием стабильно низкой инфляции, экономическому развитию будут способствовать и меры Банка России по другим направлениям его деятельности: по обеспечению финансовой стабильности, устойчивому развитию финансового сектора и платежной системы. Формируя условия, важные для социального благополучия и экономического развития, политика Банка России тем не менее не может быть основным источником экономического роста. Решающее значение для укрепления фундамента устойчивого роста, для диверсификации российской экономики, снижения ее зависимости от внешних условий будут иметь меры структурной политики при сохранении стабильности государственных финансов.

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики являются программным документом для Банка России на среднесрочную перспективу. Это документ, где Банк России объявляет обществу свои цели в области денежно-кредитной политики, сообщает, на основе каких принципов и подходов она проводится, где дается взгляд на будущие внешние и внутренние условия развития экономики и инфляционных процессов, среднесрочный прогноз основных макроэкономических показателей. Определяя эти основы денежно-кредитной политики, Банк России придает особое значение последовательности своих целей и действий. Само по себе это вносит вклад

в создание предсказуемых экономических условий, укрепляет доверие к проводимой политике, а также способствует повышению ее эффективности. После снижения инфляции основной задачей Банка России стало устойчивое закрепление темпов роста потребительских цен вблизи 4%. В этом случае цель по инфляции “вблизи 4%” станет надежным количественным ориентиром для всех участников экономических отношений.

Банк России в течение года принимает решения по денежно-кредитной политике, а именно по уровню ключевой ставки, с учетом ситуации в экономике и задачи по обеспечению финансовой стабильности. Банк России на постоянной основе формирует комплексный перспективный взгляд на экономические условия и динамику инфляции, опираясь на макроэкономический прогноз и принимая решения в первую очередь на базе устойчивых экономических тенденций. Банк России опирается на детальный анализ экономических процессов, учитывая особенности действия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, результаты регионального анализа и эффекты мер, принимаемых по другим направлениям государственной экономической политики. При этом Банк России сохраняет консервативный подход к подготовке прогноза и принятию решений, учитывая высокую степень неопределенности внешних условий, а также чувствительность инфляционных ожиданий даже к краткосрочным колебаниям цен.

Наряду с устойчивым закреплением инфляции вблизи 4%, снижению инфляционных ожиданий и укреплению доверия к проводимой денежно-кредитной политике способствует разъяснение обществу ее целей, мер и результатов. Информационная открытость, в том числе взаимодействие с населением, бизнесом, ведомствами, научным сообществом, участниками рынка, является неотъемлемым элементом проводимой Банком России денежно-кредитной политики. Это вносит существенный вклад в повышение предсказуемости внутренних финансовых и экономических условий в целом, что особенно важно при сохранении высокой неопределенности в отношении действия внешних факторов.

<sup>1</sup> Одобрено Советом директоров Банка России 26.10.2018.  
Дата отсечения данных в документе – 26.10.2018.

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

### Вклад денежно-кредитной политики в экономическое развитие

**Основной целью денежно-кредитной политики является поддержание ценовой стабильности, то есть стабильно низкой инфляции. Ценовая стабильность – важный элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса.**

В условиях ценовой стабильности заработные платы, пенсии и другие доходы, а также сбережения населения и предприятий в национальной валюте защищены от непредсказуемого обесценения. Это позволяет более уверенно планировать расходы, в том числе долгосрочные. Низкая и стабильная инфляция прежде всего защищает граждан с невысоким уровнем дохода. Такие семьи делают выбор в пользу недорогих товаров первой необходимости и не могут при существенном росте цен переключиться на более дешевые аналоги. При высокой инфляции они вынуждены сокращать потребление, что ухудшает качество их жизни. При прочих равных условиях высокая инфляция способствует росту дифференциации доходов и усиливает социальное неравенство. Поэтому низкая инфляция – важное условие социальной стабильности<sup>1</sup>.

Ценовая стабильность благоприятна и для ведения бизнеса. Она способствует повышению доступности заемного финансирования для компаний. Высокая и волатильная инфляция является источником рисков для банков. В случае увеличения инфляции стоимость банковских пассивов растет быстрее, чем доходность банковских активов. В этих условиях банки предпочитают кредитовать по высоким ставкам, предоставляя средства на короткий срок, чтобы снизить риски<sup>2</sup>. Низкая и стабильная инфляция, напротив, способствует снижению инфляционной премии, закладываемой банками в процентные ставки, и повышению предложения ими долгосрочных кредитов. Таким образом, формируются благоприятные условия заимствования для компаний. Не только российские банки, но и внутренние инвесторы – физические лица и компании, а также иностранные инвесторы с большей готовностью будут предоставлять заемные средства в стране с предсказуемой экономической средой, неотъемлемым элементом которой – стабильно низкая инфляция. При ценовой стабильности компаниям также проще осуществлять финансовое и инве-

стиционное планирование. В результате низкая инфляция формирует условия для роста инвестиций и, как следствие, устойчивого и сбалансированного роста экономики. Таким образом, денежно-кредитная политика вносит вклад в решение общей задачи экономической политики на текущем этапе – в ускорение роста инвестиций и повышение их доли в валовом внутреннем продукте (ВВП) до 25%.

Кроме того, способствуя росту доверия к национальной валюте в целом, низкая и стабильная инфляция создает условия для снижения валютизации активов и обязательств в экономике. Это в свою очередь снижает влияние изменения внешних условий на экономику.

Опросы населения и компаний также указывают на важность низкой и стабильной инфляции как условия благоприятной среды для жизни и ведения бизнеса. Согласно опросам, домашние хозяйства и предприятия называют высокую инфляцию одной из проблем, ухудшающих условия жизни и деловой климат, снижающих конкурентоспособность российских товаров (см. приложение 1).

**Денежно-кредитная политика создает важные условия для развития экономики, но сама по себе не может быть основным источником устойчивого повышения экономического потенциала.** В долгосрочной перспективе основными факторами, определяющими потенциал роста экономики, являются изменение производительности труда и капитала, а также скорость внедрения новых технологий. Центральный банк не может воздействовать на производительность факторов производства и внедрение технологий инструментами денежно-кредитной политики. Стремясь поддерживать ценовую стабильность, центральный банк влияет на динамику внутреннего спроса и, как следствие, на интенсивность использования факторов производства. Таким образом, денежно-кредитная политика воздействует на отклонения темпа роста экономики от потенциального, но не на сам экономический потенциал. С учетом данного фактора попытки стимулировать экономический рост мерами денежно-кредитной политики в текущих условиях через необоснованное снижение ключевой ставки могут иметь масштабные негативные последствия. В краткосрочном периоде снижение ключевой ставки создаст стимулы для роста кредитования и повышения инвестиционного и потребительского

<sup>1</sup> Более подробно о влиянии инфляции на социальное неравенство см. приложение 3 Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов.

<sup>2</sup> Вследствие высокой и волатильной инфляции в начале 2000-х гг. доля краткосрочных кредитов (на срок до 1 года) в корпоративном кредитном портфеле банков превышала 50%. В настоящее время она не превышает 7%.

спроса. Чтобы данный рост не имел инфляционных последствий, он не должен опережать возможности расширения производства. Значительно увеличить производство за счет имеющихся мощностей в настоящее время невозможно, поскольку экономика функционирует на уровне, близком к потенциальному. Столкнувшись с увеличением спроса, компании будут конкурировать за трудовые ресурсы, повышая заработную плату. Это будет также способствовать расширению потребительского спроса. При этом для увеличения основных фондов во многих отраслях за счет реализации инвестиционных проектов потребуется время. В результате увеличение внутреннего спроса при отсутствии внутренних возможностей для его удовлетворения приведет к существенному ускорению инфляции по двум каналам. Во-первых, в условиях повышения спроса (за счет зарплат и кредитов) при недостатке предложения отечественных товаров цены на них возрастут. Во-вторых, увеличится спрос на импортные товары из-за отсутствия достаточного количества отечественных, что приведет к ослаблению рубля и росту инфляции. Высокая инфляция будет обесценивать доходы, вносить существенную неопределенность, затрудняя бизнес-планирование. В условиях роста инфляции вкладчики не захотят размещать средства по низким ставкам, и банки будут вынуждены их повысить. Для того чтобы окупить потери от роста затрат на привлечение депозитов, банки будут повышать кредитные ставки, что ограничит дальнейшие инвестиции и негативно скажется на росте экономики. Таким образом, попытки необоснованного смягчения денежно-кредитной политики не обеспечат устойчивого ускорения экономического роста и при этом приведут к повышению инфляции.

## Основные принципы денежно-кредитной политики

### Установление постоянно действующей публичной количественной цели по инфляции

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

Целью денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно. «Вблизи 4%» отражает возможность небольших колебаний инфляции вокруг цели. Данные колебания естественны, учитывая, что цены формируются под влиянием множества факторов и в

экономике действует сложная цепочка взаимосвязей. При этом денежно-кредитная политика воздействует на динамику цен не напрямую, а опосредованно и в течение определенного времени, то есть ее мерами невозможно обеспечить достижение цели с высокой точностью.

Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть изменения за год общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Темп прироста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ), рассчитываемого Росстатом по России. Таким образом, денежно-кредитная политика направлена на поддержание общей инфляции вблизи 4%. Это означает, что на рынках разных товаров и услуг в различных регионах может наблюдаться некоторый разброс в динамике темпов роста цен около 4% из-за действия специфических, локальных факторов.

Банк России не устанавливает дату или период времени для достижения цели по инфляции и стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% постоянно. Таким образом, Банк России подчеркивает максимальную направленность денежно-кредитной политики на поддержание ценовой стабильности, предполагающей постоянное сохранение инфляции на низком уровне. В случае появления факторов, которые приведут к отклонению от цели, или непредвиденного отклонения инфляции от цели Банк России будет оценивать его продолжительность и исходя из этого принимать решения о необходимости использования мер денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к цели. Скорость возвращения инфляции к цели будет выбираться с учетом масштаба отклонения и влияния решений по ключевой ставке на финансовый сектор и экономическую активность.

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

Банк России принимает решения по денежно-кредитной политике на основе макроэкономического прогноза. Денежно-кредитная политика влияет на динамику цен не сразу, а со временем, через длинную цепочку взаимосвязей – трансмиссионный механизм (см. раздел 2). Основным каналом этого воздействия являются процентные ставки. Изменение ключевой ставки Банка России воздействует на рыночные процентные ставки, от которых, в свою очередь, зависит сберегательная и кредитная активность. В зависимости от склонности к сбережению или расходованию средств (потреблению, инвестированию) формируется внутренний спрос в экономике, который влияет на динамику цен. Для того чтобы изменение ключевой ставки отразилось

на динамике спроса и цен, требуется от трех до шести кварталов. Поэтому для оценки влияния решения по ключевой ставке на экономику и инфляцию необходим макроэкономический прогноз. Для разработки прогноза Банк России использует современные макроэкономические модели.

Важным условием эффективного влияния денежно-кредитной политики на экономику через процентные ставки является плавающий валютный курс. При низкой гибкости курсообразования валютные интервенции центрального банка, оказывая влияние на ликвидность банковского сектора, приводят к высокой зависимости состояния денежного рынка и других сегментов финансового рынка от изменений внешнеэкономической конъюнктуры. Это уменьшает возможности центрального банка по независимому управлению процентными ставками и может снижать действенность денежно-кредитной политики. Плавающий курс, напротив, действует как «встроенный стабилизатор», позволяя экономике подстроиться под изменение внешних условий и сглаживая их влияние<sup>3</sup>. Следуя режиму плавающего валютного курса, Банк России не проводит интервенций на внутреннем валютном рынке в целях поддержания определенного уровня курса или скорости его изменения. При этом Банк России может проводить операции с иностранной валютой на внутреннем рынке в случае возникновения угрозы для финансовой стабильности и для пополнения (использования) международных резервов в связи с исполнением Минфином России бюджетного правила. В качестве угрозы для финансовой стабильности Банк России рассматривает такую динамику обменного курса, которая может привести к значительному сокращению ликвидности внутреннего валютного рынка, формированию устойчивых девальвационных ожиданий, сопровождающихся повышенным спросом на иностранную валюту, росту валютизации депозитов и существенному ухудшению финансовой устойчивости кредитных организаций и предприятий. В рамках бюджетного правила объем дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета, направляемых на покупку иностранной валюты для последующего перечисления в Фонд национального благосостояния (ФНБ), или объем иностранной валюты из ФНБ, направляемый на продажу для последующего перечисления в бюджет, рассчитывается Минфином России. В целом Банк России стремится проводить операции на валютном рынке для пополнения (использования) международных резервов в связи с исполнением Минфином России бюджетного правила в полном объеме. При этом Банк России проводит операции таким образом, чтобы не оказывать значимого влияния на динамику валютного

курса. В случае появления угроз для стабильности финансового рынка Банк России может временно приостановить проведение данных операций.

В рамках подготовки макроэкономического прогноза Банк России оценивает продолжительность действия факторов, влияющих на экономику и динамику цен, и устойчивость сформировавшихся экономических тенденций. Учитывая длительный характер влияния мер денежно-кредитной политики на экономику, **Банк России принимает решения по ключевой ставке на основе устойчивых тенденций в экономике и факторов длительного действия.** Банк России изменяет ключевую ставку, если текущие тенденции указывают на продолжительное отклонение инфляции от цели на прогнозном горизонте или имеются факторы длительного действия, которые с высокой вероятностью приведут к такому продолжительному отклонению. В том случае если, несмотря на текущее отклонение инфляции от цели, ожидается ее возвращение к целевому уровню на краткосрочном горизонте, Банк России не применяет меры денежно-кредитной политики. Если Банк России примет меры в ответ на такое краткосрочное отклонение, то они продолжат оказывать влияние на динамику цен после возвращения инфляции к цели и возможно отклонение инфляции от цели в противоположную сторону, что не отвечает задаче сохранения инфляции вблизи 4%.

В то же время краткосрочные по своей природе факторы могут иметь более продолжительное действие, если они окажут влияние на инфляционные ожидания. Динамика инфляции в значительной степени определяется инфляционными ожиданиями, поскольку исходя из них экономические агенты принимают решения о покупках, устанавливают заработные платы и цены. Например, в ответ на ускорение инфляции под влиянием краткосрочных факторов население может начать предъявлять повышенный спрос на товары, ожидая, что скоро они будут стоить дороже. Этот процесс может затронуть как изначально подорожавшие товары, так и другие, в особенности наиболее необходимые. В этих условиях производители могут решиться на существенное повышение цен на более широкий круг товаров и услуг. Инфляционное давление увеличится, а отклонение инфляции от цели станет более устойчивым. В этой ситуации могут потребоваться меры денежно-кредитной политики.

**В зависимости от влияния на экономическую активность и динамику цен выделяют стимулирующую, сдерживающую или нейтральную денежно-кредитную политику.** В состоянии долгосрочного равновесия в экономике, то есть когда инфляция и инфляционные ожидания сохраняются вблизи цели и экономика растет темпом, близким

<sup>3</sup> Более подробно о роли плавающего курса как «встроенного стабилизатора» экономики см. приложение 9 Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов.

к потенциальному, денежно-кредитная политика не должна оказывать ни сдерживающего, ни стимулирующего влияния на экономику, то есть она должна быть нейтральной. Равновесному состоянию экономики соответствует нейтральный уровень ключевой ставки. Он определяется множеством факторов, и есть различные способы его оценки.

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

Сдерживающая денежно-кредитная политика, напротив, применяется при устойчивом отклонении инфляции вверх от цели или формировании рисков такого отклонения без принятия мер денежно-кредитной политики. Сдерживающая денежно-кредитная политика предполагает поддержание ключевой ставки выше нейтрального уровня, что способствует замедлению инфляции до цели.

**При подготовке макроэкономического прогноза Банк России проводит детальный анализ широкого круга информации.** В том числе Банк России анализирует актуальные статистические данные о состоянии российской экономики, ситуацию на мировых товарных и финансовых рынках, информацию об экономической политике в крупных зарубежных странах, возможные изменения в бюджетном, налоговом, социальном и иных направлениях экономической политики в России. На основе данной информации Банк России формирует предпосылки прогнозных сценариев – набор внешних и внутренних экономических факторов, которые могут оказать значимое влияние на российскую экономику и динамику инфляции, а также оценивает инфляционные риски.

**При формировании предпосылок макроэкономического прогноза и оценке рисков Банк России использует консервативный подход, придавая большее значение проинфляционным факторам и рискам.** На текущем этапе недооценка проинфляционных факторов и рисков может привести к устойчивым и продолжительным отклонениям инфляции вверх от цели, учитывая характер инфляционных ожиданий в России. Ценовые ожидания компаний и населения остаются повышенными и чувствительными к действию краткосрочных факторов. При этом их реакция на динамику цен асимметрична: население и компании в большей степени реагируют на ускорение роста цен, чем на их замедление. Чтобы инфляционные ожидания изменили свой характер, важно избегать существенных и продолжительных отклонений инфляции от цели. Снижение и закрепление инфляционных ожиданий, в свою очередь, будет способствовать под-

держанию ценовой стабильности. Поэтому Банк России при формировании предпосылок прогноза тщательно анализирует проинфляционные факторы, учитывает инфляционные риски в прогнозе, если они имеют высокую вероятность реализации.

**Меры, принимаемые по другим направлениям внутренней экономической политики, а также меры экономической политики в крупнейших зарубежных странах являются важными факторами, которые учитывает Банк России при подготовке макроэкономического прогноза.** Они оказывают влияние на ситуацию в российской экономике и динамику цен, поэтому их учет необходим при реализации денежно-кредитной политики Банком России.

Банк России отвечает сразу за несколько направлений экономической политики, которые помимо денежно-кредитной политики включают обеспечение финансовой стабильности, устойчивости и развития банковского сектора, финансового рынка и платежной системы. Взаимный учет и согласованность мер достигаются за счет принятия решений Советом директоров Банка России, членами которого являются руководители каждого направления деятельности Банка России, а также через участие представителей разных направлений в работе профильных комитетов и рабочих групп внутри Банка России.

### **Денежно-кредитная политика и обеспечение устойчивости финансового сектора**

Банковское регулирование и действия в сфере банковского надзора, решения в сфере макропруденциальной политики, мероприятия по финансовому оздоровлению направлены на обеспечение устойчивости финансового сектора. Устойчивость финансового сектора является важным условием эффективной передачи сигнала от ключевой ставки в экономику. При этом изменения в области банковского регулирования в большинстве случаев воздействуют на долгосрочные и структурные аспекты деятельности банков, поэтому они принимаются независимо от решений в области денежно-кредитной политики, ориентированных на среднесрочную перспективу. Вместе с тем решения в области макропруденциальной политики в значительной степени связаны с циклическими колебаниями в экономике и на финансовых рынках, поэтому при принятии макропруденциальных мер учитывается влияние решений по денежно-кредитной политике на макроэкономические показатели.

При проведении денежно-кредитной политики Банк России принимает во внимание те изменения в области банковского регулирования и макропруденциальной политики, которые могут оказать влияние на денежно-кредитные условия, динамику кредитования, инфляцию. При этом решения Бан-

ка России по ключевой ставке принимаются с учетом их воздействия на финансовый сектор и таким образом, чтобы не создавать угроз для его устойчивости. В отдельных случаях денежно-кредитная политика может использоваться для стабилизации ситуации на финансовых рынках и способствовать снижению рисков для финансовой стабильности.

При проведении мероприятий по финансовому оздоровлению предоставление средств кредитным организациям в рамках данных мероприятий ведет к увеличению профицита или снижению дефицита ликвидности банковского сектора. Банк России учитывает данные изменения при определении лимитов по операциям абсорбирования или предоставления ликвидности, тем самым нивелируя их возможное влияние на денежно-кредитные условия.

### **Денежно-кредитная политика и развитие финансового рынка**

Развитый финансовый рынок позволяет эффективно перераспределять финансовые ресурсы, что создает условия для роста инвестиционной активности и экономического развития страны. Реализуемая Банком России стратегия развития финансового рынка и поддержание ценовой стабильности мерами денежно-кредитной политики создают условия для повышения доступности фондирования для широкого круга субъектов экономики. Кроме того, финансовый рынок является одним из основных звеньев передачи сигнала от ключевой ставки в экономику. Поэтому развитый финансовый рынок способствует эффективной реализации денежно-кредитной политики. Чем больше объем и ликвидность финансового рынка, тем сильнее и быстрее изменение ключевой ставки отражается на динамике экономических показателей.

Чтобы увеличить круг участников финансового рынка и активизировать его использование для обмена финансовыми ресурсами, Банк России принимает меры для расширения линейки финансовых услуг и повышения их доступности, в том числе через цифровые каналы. Интерес инвесторов и заемщиков к операциям на финансовом рынке также зависит от взаимного доверия его участников и защищенности прав потребителей. В связи с этим Банк России реализует мероприятия по противодействию недобросовестным практикам, профилактике и пресечению правонарушений, а также выстраиванию системы поведенческого надзора. Чтобы население могло ориентироваться в предлагаемых на финансовых рынках услугах и более активно их использовать, Банк России ведет работу по повышению финансовой грамотности. Обязательные меры будут способствовать большей вовлеченности внутренних частных инвесторов, у которых есть потребность в долгосрочных вложениях, в работу финансового рынка, что станет основой для развития института длинных денег и

роста экономики, а также будет способствовать повышению действенности денежно-кредитной политики (более подробно о мерах по развитию финансового рынка и их влиянии см. раздел 4 и Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов (проект). Однако для реализации мер по развитию финансового рынка требуется время. Поэтому решения в рамках данного направления существенно не влияют на условия проведения денежно-кредитной политики в краткосрочном периоде. По мере развития финансового рынка и происходящих на нем изменений Банк России обновляет оценки его вклада в передачу сигнала от ключевой ставки в экономику (текущие оценки см. в разделе 2).

### **Денежно-кредитная политика и бюджетная политика**

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

Применение бюджетного правила с проведением операций на валютном рынке снижает колебания реального курса рубля из-за изменений конъюнктуры сырьевых рынков. Это способствует повышению конкурентоспособности российских товаров и формированию в стране условий для развития производства в несырьевых отраслях, а значит, и постепенному изменению структуры экономики. Кроме того, государственные инвестиции в развитие отдельных значимых отраслей также выступают фактором структурных изменений в экономике. Влияние бюджетной политики на структуру экономики и темпы ее роста учитывается Банком России при подготовке макроэкономического прогноза.

Подход к формированию государственного бюджета является важным фактором, влияющим на динамику цен. Несбалансированность бюджетных потоков и существенное наращивание бюджетных расходов могут иметь инфляционные последствия. Сохранение стратегии бюджетной консолидации в настоящее время обеспечивает отсутствие инфляционного давления по бюджетному каналу. Кроме того, бюджетное правило сглаживает влияние изменений внешнеэкономической конъюнктуры на внутренние условия, в том числе на динамику курса рубля и спроса в экономике. Это ведет к меньшей волатильности цен, что создает благоприятные условия для реализации денежно-кредитной политики. Изменения налогов, как правило косвенных, ведут к разовой подстройке цен и не требуют реакции со стороны денежно-кредитной политики, если инфляционные ожидания субъектов экономи-



ки закреплены на низком уровне. Однако в настоящее время сохраняется существенная чувствительность инфляционных ожиданий к проинфляционным факторам. Соответственно, устойчивый рост инфляционных ожиданий на фоне повышения налогов может привести к продолжительному отклонению инфляции вверх от цели, что учитывает Банк России при реализации денежно-кредитной политики.

Минфин России и Минэкономразвития России при подготовке проекта федерального бюджета и прогноза социально-экономического развития также учитывают цель по инфляции и влияние денежно-кредитной политики на экономику и динамику цен. При этом взаимный учет мер денежно-кредитной и бюджетной политики достигается за счет постоянного взаимодействия Банка России с Минфином России и Минэкономразвития России. В частности, проводятся регулярные совместные совещания для обсуждения макроэкономического прогноза, взаимной сверки оценок и факторов, влияющих на динамику основных макроэкономических показателей. При этом важную роль в повышении доверия к денежно-кредитной и бюджетной политике и их действенности играет непротиворечивость коммуникации по смежным вопросам.

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

Ряд мер других государственных органов власти вносят вклад в поддержание ценовой стабильности. Влияние данных мер учитывается Банком России при подготовке макроэкономического прогноза. В частности, следование стратегии индексации тарифов на величину, не превышающую инфляцию, вносит вклад в сохранение инфляции вблизи 4%. Не менее важным условием снижения волатильности инфляции является уменьшение влияния немонетарных факторов на динамику цен. Непосредственно Банк России не может воздействовать на данные факторы. В то же время под их влиянием инфляция может заметно колебаться. Вклад в снижение влияния немонетарных факторов на инфляцию вносят меры, принимаемые органами государственной власти. Банк России участвует в данной работе, предоставляя свою экспертизу по анализу рынков и предлагая меры по решению проблем. На региональном уровне ведется регулярное взаимодействие территориальных учреждений Банка России с органами власти: созданы рабочие группы на базе комитетов по экономическому развитию и инвестиционной деятельности, по развитию малого, среднего бизнеса и потребительского рынка, по агропромышленному и рыбохозяйственному комплексу, по тарифам и ценовой политике. В состав рабочих групп включены представители Банка России, Минэкономразвития России, отраслевых министерств и администрации соответствующего

региона, территориального органа федеральной службы государственной статистики (в ряде регионов в рабочую группу входят представители территориального подразделения Федеральной антимонопольной службы). Кроме того, Банк России на региональном уровне организует дополнительные встречи с представителями органов исполнительной власти для обсуждения экономической ситуации в регионе, особенностей ценообразования на отдельных рынках товаров и услуг и немонетарных факторов инфляции.

Среди основных мер по снижению влияния немонетарных факторов на динамику цен, реализуемых на текущем этапе, можно выделить меры по развитию инфраструктуры продовольственного рынка в части транспортировки, хранения и переработки. Строительство оптово-распределительных центров, в том числе в соответствии с программой Правительства Российской Федерации, позволит снизить негативное влияние сезонности на конъюнктуру рынка и будет способствовать развитию смежной инфраструктуры по переработке сырья. В результате снизится волатильность цен на продовольствие, которое занимает существенную долю в потребительской корзине населения.

Уменьшению негативного влияния немонетарных факторов на цены будут также способствовать меры по снижению степени монополизации. При низкой конкуренции у компаний меньше стимулов для повышения эффективности и снижения издержек, что ведет к более высокому уровню цен. Например, в случае роста издержек под влиянием неблагоприятных факторов монополии могут в большей мере перекладывать их на покупателей. В условиях более конкурентного рынка, стремясь сохранить долю рынка, компании будут лишь частично переносить возросшие издержки в конечные цены, сокращая прибыль. При этом они будут также стремиться повышать эффективность, оптимизировать издержки либо будут вынуждены уйти с рынка. В результате на конкурентном рынке неблагоприятные факторы будут в меньшей мере отражаться на уровне цен. Важным механизмом содействия развитию конкуренции является реализация Стандарта развития конкуренции в субъектах Российской Федерации (далее – Стандарт). Согласно Стандарту, на региональном уровне местным органам власти рекомендовано осуществлять мониторинг конкурентной среды и выполнять мероприятия по развитию конкуренции для достижения заданных показателей. Территориальные учреждения Банка России участвуют в разработке методики проведения мониторинга состояния и развития конкурентной среды на рынках субъектов Российской Федерации, а также в разработке мер по повышению конкуренции.

Реализация обозначенных мер требует времени. Банк России будет учитывать изменения в ди-

наимеке потребительских цен под влиянием данных мер при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по денежно-кредитной политике.

### **Денежно-кредитная политика и экономическая политика в крупнейших странах**

С учетом открытости российской экономики значимое влияние на нее оказывает ситуация на мировых финансовых и товарных рынках. Ситуация на данных рынках формируется в том числе под влиянием мер экономической политики в крупнейших развитых странах, прежде всего мер центральных банков. Решения крупнейших центральных банков влияют в первую очередь на экономическую ситуацию в их странах. А от ситуации в крупнейших экономиках зависит мировой спрос и, соответственно, цены на мировых рынках товаров и услуг, в том числе сырьевых. Учитывая, что Россия активно вовлечена в мировую торговлю, одним из факторов, определяющих динамику цен в стране, являются цены на мировых рынках товаров и услуг.

Изменения процентных ставок крупнейшими центральными банками также влияют на цены финансовых активов на мировых рынках, склонность инвесторов к риску, страновые риск-премии и динамику курсов валют. В условиях отсутствия ограничений на трансграничные потоки капитала заимствования российских экономических агентов на внешних рынках, вложения отечественных инвесторов за рубежом, а также инвестиции иностранных инвесторов в российскую экономику зависят от ситуации на мировых финансовых рынках. Банк России формирует макроэкономический прогноз, учитывая многостороннее влияние мер экономической политики в развитых странах на ситуацию в российской экономике.

### **Информационная открытость**

**Информационная открытость в области денежно-кредитной политики Банка России нацелена на повышение понимания и доверия к проводимой денежно-кредитной политике, формирование предсказуемой экономической среды для всех участников экономических отношений.** Высокое доверие и понимание в обществе проводимой денежно-кредитной политики, в свою очередь, способствуют повышению ее действенности и успешности поддержания ценовой стабильности. Если население и бизнес уверены в сохранении низкой инфляции, в способности центрального банка поддерживать ценовую стабильность, то в ответ на краткосрочные колебания цен или появление проинфляционных факторов они существенно не кор-

ректируют свои инфляционные ожидания. Кроме того, понимание решений центрального банка и его информационных сигналов ведет к более быстрому и корректному их учету субъектами экономики при принятии решений об уровне процентных ставок, заимствованиях, сбережениях, индексации заработной платы и цен. В результате усиливается эффективность влияния денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию, масштаб и продолжительность отклонения инфляции от цели снижаются и, соответственно, требуется меньшая степень реакции денежно-кредитной политики.

**В рамках политики информационной открытости Банк России прежде всего стремится максимально оперативно и полно раскрывать информацию о целях, принципах, мерах и результатах денежно-кредитной политики, об оценке экономической ситуации и перспектив ее развития.** Основные цели и принципы денежно-кредитной политики раскрываются в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. Банк России в день принятия Советом директоров решения по ключевой ставке публикует пресс-релиз о характере и основаниях принятого решения. Четыре раза в год после решений по ключевой ставке также проводится пресс-конференция Председателя Банка России, транслируемая в прямом эфире, и публикуется Доклад о денежно-кредитной политике, где подробно раскрываются оценки Банком России текущей экономической ситуации и среднесрочного прогноза, на основании которых принимаются решения о ключевой ставке. На ежемесячной основе Банк России публикует комментарии об оценке экономической ситуации, динамике инфляции и инфляционных ожиданий.

**Банк России также работает над расширением охвата коммуникации по денежно-кредитной политике и повышением ее адресности.** Банк России увеличивает частоту и информативность выступлений, интервью и количество публикаций, а также задействует новые каналы коммуникации. При этом Банк России учитывает степень погруженности аудитории в вопросы денежно-кредитной политики и экономики в целом и для каждой аудитории выбирает наиболее подходящие каналы и инструменты донесения информации, степень сложности и подробности ее раскрытия, формат подачи. В целях расширения охвата коммуникации и повышения его адресности Банк России в том числе развивает информационную политику на региональном уровне.

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

## 2. ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2018 ГОДУ И 2019–2021 ГОДАХ И ДЕЙСТВИЕ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА

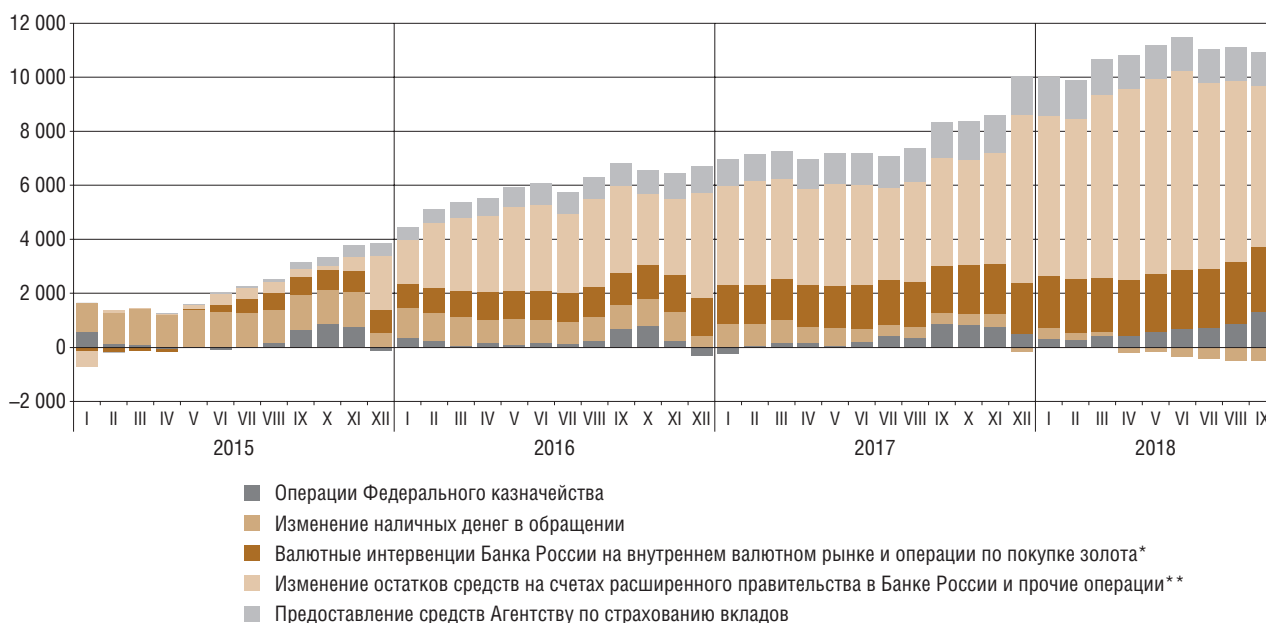
### Достижение операционной цели денежно-кредитной политики

Влияние ключевой ставки на экономику и инфляцию начинается со ставок межбанковского рынка, которые являются отправной точкой для формирования всех процентных ставок в экономике. Банк России стремится поддерживать ставки по однодневным межбанковским кредитам (МБК) вблизи ключевой ставки, что является операционной целью денежно-кредитной политики. Для этого он оценивает ситуацию с ликвидностью в банковском секторе, то есть сравнивает потребность банков в денежных средствах с тем объемом средств, который сформируется у них без вмешательства Банка России. В случае недостатка ликвидности центральный банк предоставляет банкам денежные средства, а в случае избытка абсорбирует лишнее<sup>1</sup>.

В 2018 г. в банковском секторе сохранялся структурный профицит ликвидности. Это озна-

чает, что кредитные организации располагали денежными средствами в значительно большем объеме, чем им было необходимо для выполнения обязательных резервных требований и проведения платежей. Структурный профицит ликвидности сформировался в начале 2017 г., а с III квартала 2017 г. начал нарастать. Основными причинами стали меры Банка России по финансовому оздоровлению отдельных банков и масштабное расходование средств суверенных фондов для финансирования дефицита федерального бюджета. За 2017 г. профицит ликвидности вырос с –0,7 до 2,6 трлн руб., а за девять месяцев 2018 г. – до 3,1 трлн рублей. По итогам 2018 г. ожидается снижение профицита ликвидности до 1,7–2,1 трлн руб. в том числе в связи с решением Банка России приостановить до конца года покупку иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила.

Факторы формирования ликвидности банковского сектора  
(накопленным итогом, млрд руб.)

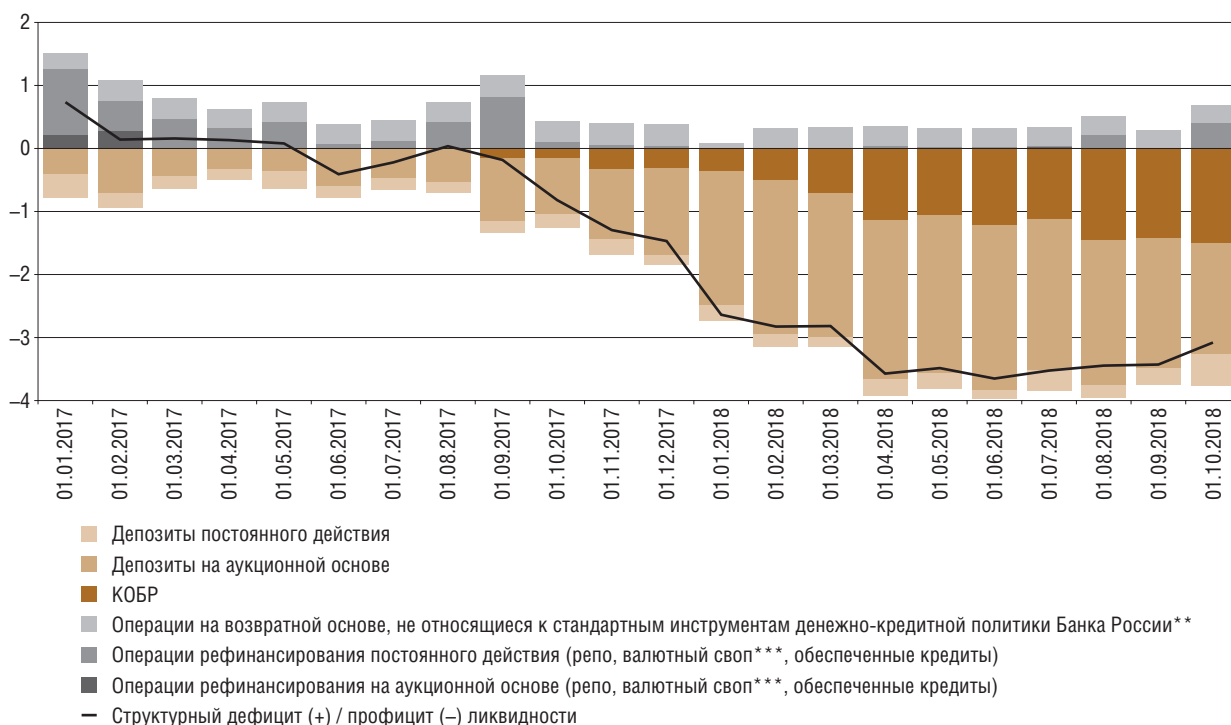


\* Валютные интервенции Банка России на внутреннем рынке не проводились с 28.07.2015.

\*\* Включая операции Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Более подробно этот процесс описан на официальном сайте Банка России в сети Интернет в разделе “Денежно-кредитная политика / О денежно-кредитной политике / Управление ликвидностью банковского сектора и процентными ставками денежного рынка”. Там же представлены ответы на наиболее часто возникающие вопросы по этой теме.

Структура операций Банка России  
(трлн руб.)\*

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

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

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

Источник: Банк России.

**В условиях профицита ликвидности банковского сектора Банк России использовал в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики депозитные аукционы на срок 1 неделя.** В 2018 г. объемы привлекаемых на них средств существенно выросли. Так, в 2017 г. средний объем привлечения средств на недельных депозитных аукционах составил 0,8 трлн руб., а в январе–сентябре текущего года – около 2,4 трлн рублей.

**Увеличились и объемы размещения купонных облигаций Банка России (КОБР) на срок 3 месяца.** Банк России начал выпускать эти облигации в августе 2017 г., когда профицит ликвидности банковского сектора начал нарастать, чтобы абсорбировать устойчивую часть избыточной ликвидности на более длинные сроки. В начале 2018 г. объем КОБР в обращении<sup>2</sup> составлял 0,4 трлн руб., а на 1.10.2018 – уже 1,5 трлн рублей. Начиная с II квартала 2018 г. с помощью КОБР Банк России абсорбировал в среднем около трети общего объема избыточной ликвидности.

**В 2018 г. Банк России в целом достигал операционной цели денежно-кредитной политики: однодневные ставки МБК следовали за изменением ключевой ставки, хотя и находились пре-**

**имущественно в нижней половине процентного коридора.** За январь–сентябрь 2018 г. среднее абсолютное отклонение ставки RUONIA от ключевой ставки составило 32 б.п. (среднее за 2017 г. – 26 б.п.).

В отдельные периоды спред ставок МБК к ключевой ставке Банка России увеличивался. Наибольший рост спреда наблюдался в I квартале 2018 г., затем он вернулся к средним значениям 2017 года. Если в I квартале 2018 г. он составил в среднем 45 б.п., то в апреле–сентябре – уже 26 базисных пунктов. Расширение спреда происходило в периоды существенных разовых притоков ликвидности в банковский сектор. В I квартале 2018 г. спред расширился вследствие крупных поступлений бюджетных средств и перечислений отдельным банкам для их финансового оздоровления в конце 2017 г. и в первые месяцы 2018 года. Значительный объем ликвидности поступил в сжатые сроки небольшому количеству банков. Эти средства перераспределялись по банковскому сектору не сразу и не полностью. Это создало дисбаланс спроса на ликвидность и ее предложения.

Банкам, в которые поступали эти крупные потоки, требовалось время, чтобы адаптироваться

<sup>2</sup> По номинальной стоимости с учетом накопленного купонного дохода.

### Процентный коридор Банка России и ставка RUONIA (% годовых)



Источник: Банк России.

к быстрому изменению ситуации с ликвидностью и, соответственно, скорректировать поведение на денежном рынке. Дополнительным фактором расширения спреда стала традиционная для декабря–января неопределенность масштаба клиентских операций банков. Это усилило неопределенность для участников рынка относительно их собственной позиции по ликвидности. В этих условиях банки предпочитали увеличивать остатки средств на корсчетах, с опережением выполняя усреднение обязательных резервов, одновременно сокращая размещение средств на недельных депозитных аукционах Банка России и на аукционах КОБР. В результате на однодневном межбанковском рынке временно формировалось избыточное предложение рублевой ликвидности, и отклонение ставок МБК от ключевой ставки увеличивалось.

Учитывая медленную адаптацию банков к существенным притокам ликвидности и недостаточное их участие в основных операциях Банка России по абсорбированию, в 2018 г. Банк России увеличил частоту проведения аукционов “тонкой настройки”. Это позволяло предотвратить более существенное отклонение ставок МБК от ключевой ставки вследствие притоков ликвидности.

По мере стабилизации размера профицита ликвидности происходило сужение спреда рыночных ставок к ключевой ставке Банка России. В дальнейшем в условиях сохранения профицита ликвидности и при отсутствии значительных единовременных притоков ликвидности отрицательный спред рыночных ставок к ключевой ставке, по оценкам Банка России, в среднем не будет превышать 25 базисных пунктов.

**Положение рыночных ставок в нижней половине процентного коридора Банка России, то есть их устойчивый небольшой отрицательный**

**спред к ключевой ставке, характерно для ситуации масштабного профицита ликвидности.** Банк России не ставит задачу достижения межбанковскими ставками уровня ключевой ставки любой ценой. Текущая система инструментов выстроена так, чтобы формировать условия для активного межбанковского рынка, с одной стороны, и обеспечивать достижение операционной цели денежно-кредитной политики – с другой.

Банк России учитывает ситуацию профицита ликвидности в банковском секторе в своем прогнозе денежно-кредитных условий и, соответственно, закладывает в него небольшой отрицательный спред рыночных ставок к ключевой ставке. Это учитывалось при принятии решений по ключевой ставке в 2018 году.

**На трехлетнем горизонте ожидается сохранение профицита ликвидности.** В дальнейшем его значение в базовом сценарии составит 3,8 трлн руб. к концу 2021 г., в сценарии с неизменными ценами на нефть – 3,0 трлн рублей. Эти оценки рассчитаны исходя из основных параметров макроэкономического прогноза Банка России, представленного в разделе 4, с учетом бюджетных проектировок Минфина России. Исключительно для целей модельного расчета основных сценариев макроэкономического прогноза Банк России использует допущение о том, что покупки валюты на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила, отложенные в 2018 г., будут осуществляться равномерно в течение всего прогнозного горизонта – 2019–2021 годов. Решение о возобновлении регулярных покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках механизма бюджетного правила, приостановленных до конца 2018 г., будет приниматься с учетом фактической обстановки на финансовом рынке. Решение об отложенных в 2018 г. покупках иностранной валюты

## Оптимизация процедуры проведения операций Банка России

Банк России стремится упростить процедуру проведения операций в рамках реализации денежно-кредитной политики, сделать ее более удобной и технологичной. Это касается и депозитных, и кредитных операций Банка России.

### Упрощение проведения депозитных операций<sup>1</sup>

**Упрощение технологии.** Депозиты овернайт теперь проводятся в автоматическом режиме: банк сразу может переводить средства на свой депозитный счет, не направляя предварительно заявку в Банк России и не дожидаясь ее подтверждения.

**Расширение круга участников.** Теперь любая кредитная организация, у которой заключен депозитный договор с Банком России, может принять участие в депозитных операциях (ранее доступ к депозитным операциям был ограничен для некоторых групп банков).

**Продление времени.** Благодаря изменению технологии проведения депозитных операций овернайт стало возможным продлить время проведения депозитных операций. Теперь они проводятся в течение всего операционного дня (по времени работы платежной системы Банка России с 1:00 до 21:00 по московскому времени) каждый рабочий день (ранее – с 9:00 до 17:00/16:45).

**Оптимизация набора депозитных инструментов.** Изменение порядка проведения депозитных операций позволило отменить с мая 2018 г. проведение депозитных операций постоянного действия “том-некст”, “спот-некст” и “до востребования”. Эти операции пользовались низким спросом со стороны участников рынка и снижали стимулы для банков к совершению операций на денежном рынке.

### Упрощение проведения кредитных операций

С 1 октября 2018 г. вступил в силу новый объединенный порядок предоставления и погашения кредитов Банка России, обеспеченных нерыночными активами и ценными бумагами. Он дает Банку России возможность оперативно и гибко менять условия проведения операций с учетом потребностей участников рынка и развития новых технологий.

### Новое единое платежное пространство

В июле 2018 г. была запущена новая платежная система Банка России. Теперь банки различных регионов могут совершать операции друг с другом в едином платежном пространстве – система работает с 1:00 до 21:00 по московскому времени. Раньше они могли это делать только во время работы территориальных управлений или отделений Банка России, где у них или их филиалов открыты корсчета.

### Период урегулирования ликвидности<sup>2</sup>

Со второго полугодия 2018 г. банки могут принимать участие в специальном периоде урегулирования ликвидности (с 20:00 до 21:00 по московскому времени). В этот период предусмотрено проведение платежей только банками и клиринговыми организациями по отдельным операциям. Это позволяет банкам 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. Это поможет кредитным организациям лучше прогнозировать остаток на корреспондентских счетах в Банке России и управлять им в конце операционного дня.

Организация периода урегулирования при одновременном увеличении времени проведения операций постоянного действия Банка России позволит исключить ситуации, когда из-за отсутствия доступа к операциям Банка России в вечернее время банки совершали сделки на межбанковском рынке по ставкам за пределами процентного коридора. Это должно повысить четкость передачи сигнала от ключевой ставки в экономику.

### Электронный документооборот и личные кабинеты

С 13 ноября 2017 г. все кредитные организации могут напрямую направлять в Банк России заявки в электронном виде на участие в депозитных аукционах, а с 19 февраля 2018 г. – могут использовать электронный документооборот с Банком России при получении обеспеченных кредитов Банка России в рамках стандартных инструментов рефинансирования.

В течение 2018 г. Банк России продолжил расширять возможности использования электронного документооборота в рамках проведения депозитных и кредитных операций: с 17 мая 2018 г. – весь документооборот по депозитным операциям переведен в электронный формат, а с 1 октября 2018 г. существенно расширен перечень документов, принимаемых в электронном виде по кредитным операциям.

До конца 2018 г. Банк России планирует начать поэтапный переход на личные кабинеты при проведении кредитных и депозитных операций. В среднесрочной перспективе планируется также использовать личные кабинеты для взаимодействия банков с Банком России в рамках выполнения кредитными организациями обязательных резервных требований.

<sup>1</sup> С 17 мая 2018 года.

<sup>2</sup> Предусмотрен системой перспективных платежных сервисов, введенной в действие с 2 июля 2018 года.

на внутреннем рынке будет приниматься отдельно после возобновления регулярных покупок.

Банк России и далее будет абсорбировать избыточные средства с помощью депозитных аукционов и размещения КОБР. Это позволит поддерживать ставку МБК вблизи ключевой ставки и формировать денежно-кредитные условия, необходимые для поддержания годовой инфляции вблизи 4%.

До конца 2018 г. Банк России планирует в целом завершить работу по организации простого и удобного доступа к инструментам денежно-кредитной политики. Проект предусматривает оптимизацию линейки инструментов, упрощение процедуры и повышение оперативности проведения операций, переход на электронный документооборот и личные кабинеты кредитных организаций (см. врезку «Оптимизация процедуры проведения операций Банка России»). Упрощение процесса проведения операций должно позволить банкам лучше управлять своими средствами, а Банку России – краткосрочными ставками денежного рынка. Это также должно снизить трудозатраты на проведение операций как у кредитных организаций, так и у Банка России.

На прогнозном горизонте в составе инструментов Банка России сохранится механизм экстренного предоставления ликвидности кредитных организаций (МЭПЛ), введенный в 2017 году. Банк России по-прежнему будет применять МЭПЛ в исключительных случаях к банкам, испытывающим временные проблемы с ликвидностью, с учетом их финансовой устойчивости, а также системной значимости<sup>3</sup>. Наличие данного механизма позволит Банку России в случае необходимости оказать поддержку в целом финансово стабильному банку и предотвратить развитие негативных тенденций на денежном и финансовом рынках, обеспечивая бесперебойную работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Банк России не раскрывает информацию об использовании кредитной организацией МЭПЛ, так как это может привести к ухудшению работы кредитной организации.

## **Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Банке России**

Изменяя ключевую ставку, Банк России оказывает влияние на процентные ставки в экономике, доходности финансовых активов и валютный курс и затем через цепочку экономических взаимосвя-

зей – на спрос на товары и услуги и в результате на инфляцию. Важным фактором динамики цен в экономике являются также инфляционные ожидания бизнеса, участников финансового рынка, домашних хозяйств. В условиях доверия к центральному банку они закрепляются вблизи целевого уровня инфляции и изменяются с учетом прогнозов и разъяснений центрального банка о будущей инфляции и денежно-кредитной политике.

**В современной экономической теории и практике механизм, через который денежно-кредитная политика воздействует на экономику и инфляцию, называют трансмиссионным механизмом и выделяют в его составе различные каналы. В российской экономике ключевыми из них являются процентный, кредитный, курсовой каналы и канал инфляционных ожиданий<sup>4</sup>, наиболее значимый из которых – процентный канал.**

Кроме того, на инфляцию и особенности функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики воздействует ряд немонетарных факторов. Это такие факторы, на которые центральный банк не оказывает непосредственного влияния, включая структурные и институциональные особенности экономики, факторы со стороны предложения на отдельных сегментах потребительского рынка.

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

### **Процентный и кредитный каналы**

#### **Влияние ключевой ставки на процентные ставки в экономике**

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

<sup>3</sup> Более подробная информация о критериях допуска кредитных организаций к МЭПЛ, условиях предоставления средств в рамках механизма, составе требуемого обеспечения, типе, сроках и процентной ставке по операциям представлена в Годовом отчете Банка России за 2017 г. (стр. 73).

<sup>4</sup> В современной литературе существуют и другие варианты классификации каналов трансмиссионного механизма, но обозначенные каналы являются ключевыми и позволяют сформировать достаточно полное представление о передаче импульсов денежно-кредитной политики в российскую экономику.

В первую очередь изменение ключевой ставки практически мгновенно приводит к изменению на аналогичную величину однодневных ставок рынка МБК. Эти ставки постоянно находятся вблизи ключевой ставки Банка России, что обеспечивается операциями Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора.

Затем изменение однодневной ставки МБК транслируется в изменение ставок МБК на более длительные сроки. Это требует чуть больше времени и определяется не только фактическим снижением или повышением однодневной ставки, но также изменением ожиданий участников рынка относительно ее динамики в будущем. С учетом тесной связи однодневной ставки МБК с ключевой ставкой эти ожидания в значительной мере формируются под влиянием заявлений и прогнозов Банка России, в первую очередь сигнала о денежно-кредитной политике в будущем, который может давать Банк России. На уровень ставок МБК на различные сроки также оказывают влияние уровень премии за срочность, который может быть выше в случае более высокой неопределенности в экономике, и структура рынка, включая концентрацию заемщиков и кредиторов на его отдельных сегментах. По оценкам Банка России, изменение однодневной ставки МБК (MIACR) на 1 п.п. в течение двух недель транслируется в изменение ставок МБК сроком менее 1 года на 0,75–1 п.п.; ставок сроком от 1 до 5 лет – на 0,45–0,75 п.п.; ставок сроком более 5 лет – на 0,35–0,4 процентного пункта<sup>5</sup>.

Повышение или снижение ставок МБК, в свою очередь, отражается в динамике доходностей финансовых активов и процентных ставок по депозитам и кредитам, так как оно воздействует на стоимость фондирования участников финансовых рынков. При этом фактическое изменение ключевой ставки играет более значительную роль в формировании краткосрочных ставок и доходностей. На процентные ставки и доходности на более длительные сроки влияет большое число других факторов, включая премии за риск, инфляционные ожидания и ожидания будущей траектории ключевой ставки, а также бюджетная политика в части объема государственного долга и прогноза его изменения.

Ожидания участников рынка относительно траектории изменения ключевой ставки в будущем и инфляционные ожидания оказывают довольно существенное влияние на динамику процентных ставок и доходностей финансовых инструментов. Так, в случае если участники рынка заранее ожидают изменения ключевой ставки в будущем, корректировка ставок на более длительные сроки может

произойти еще до того, как фактически изменится ключевая ставка и, соответственно, краткосрочные ставки МБК. В результате рост или снижение долгосрочных ставок может опережать изменение краткосрочных ставок. Возможна и обратная ситуация. Например, если центральный банк повышает ключевую ставку в ответ на рост рисков ускорения инфляции, для участников рынка это может означать, что повышение инфляции в результате своевременной реакции денежно-кредитной политики окажется меньше, чем могло бы быть, и центральный банк в будущем сможет быстрее перейти к снижению ключевой ставки. В результате краткосрочные ставки МБК в ответ на повышение ключевой ставки изменятся более существенно, чем долгосрочные, которые при определенных условиях могут сохраниться на прежнем уровне или даже снизиться.

Изменение ставок МБК транслируется в изменение доходности государственных облигаций. По оценкам Банка России, изменение ставок МБК при прочих равных условиях приводит к аналогичному сдвигу кривой доходности краткосрочных облигаций федерального займа (ОФЗ) в течение одного месяца.

Следующим этапом является перенос изменения ставок МБК и доходностей ОФЗ в динамику процентных ставок по депозитам, кредитам и корпоративным облигациям. Он может занимать больше времени, в особенности для ставок по банковским операциям, однако сила переноса остается высокой, как и на предыдущих этапах трансмиссии. Ставки МБК и доходности ОФЗ лежат в основе ценообразования по основным банковским продуктам, в том числе через механизм трансфертной кривой (см. врезку “Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям”), так как выступают для банков в качестве альтернативной стоимости размещения или привлечения средств по сравнению с кредитными (депозитными) операциями.

Доходности корпоративных облигаций быстрее реагируют на процессы, происходящие на межбанковском рынке. При прочих равных условиях масштаб и скорость изменения доходностей корпоративных облигаций остаются сопоставимыми с аналогичными показателями для ОФЗ.

Изменение ставок по банковским продуктам происходит несколько медленнее, чем в сегменте корпоративных облигаций, что связано во многом с особенностями принятия решения об изменении условий стандартных кредитных и депозитных продуктов, которое занимает разное время для разных банков. При этом реакция краткосрочных ставок на изменение ставок МБК происходит быстрее,

<sup>5</sup> Здесь и далее оценки влияния приводятся при прочих равных условиях, то есть при условии неизменности других факторов, которые могут оказывать влияние на итоговый показатель.



## Трансфертная кривая и формирование процентных ставок по банковским операциям

Трансфертная кривая является инструментом, который позволяет коммерческому банку выстроить согласованное ценообразование по операциям на различных сегментах рынка и в случае необходимости гибко изменять структуру своего баланса<sup>1</sup>, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств. Она представляет собой формируемый банком единый набор внутренних (трансфертных) ставок для каждого срока операций, от которых с учетом дополнительных факторов “отсчитываются” процентные ставки по всем активным и пассивным операциям банка.

Единой трансфертной кривой для банковского сектора не существует. Каждый банк выстраивает ее индивидуально, опираясь на ставки МБК, доходность ОФЗ или внутренние оценки, с учетом особенностей его стратегии. Кроме того, использование трансфертной кривой в большей мере оправдано для крупных банков, которые одновременно совершают операции на множестве сегментов рынка. Будучи активными участниками рынка МБК и фондового рынка, они наиболее быстро могут реагировать на фактические и ожидаемые изменения ключевой ставки. Небольшие специализированные банки, например работающие только на рынках кредитов и депозитов, могут просто сформировать два набора ставок – по активным и пассивным операциям. Тем не менее за счет крупных банков, использующих трансфертную кривую в ценообразовании, повышается связанность сегментов финансового рынка, так как влияние тех или иных значимых событий, включая изменение ключевой ставки, одновременно передается на все эти сегменты.

Для каждого типа активных операций ставка должна быть не меньше трансфертной ставки на соответствующий срок, увеличенной на издержки и премии за риски (как общие, так и специфические для данного типа операций). Для каждого типа пассивных операций, напротив, ставка должна быть не больше трансфертной ставки, уменьшенной на издержки. В результате, какой бы ни была структура активов и пассивов, спред между ставками по активным и пассивным операциям позволит покрыть все необходимые издержки, риски и сформировать прибыль.

К ключевым издержкам и рискам при этом относятся операционные (транзакционные) издержки, кредитные риски для отдельных сегментов и заемщиков, затраты на отчисления в систему страхования вкладов и формирование обязательных резервов (см. приложение 7 Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов (далее – ОНЕГДКП 2018–2020 гг.)). Наличие и масштаб этих факторов, которые банки объективно должны учитывать при ценообразовании своих продуктов, объясняет, почему уровень процентных ставок для населения и предприятий более существенно отличается от ключевой ставки Банка России, чем уровень ставок МБК на сопоставимые сроки.

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

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

Можно привести ряд примеров из российской практики, когда дополнительные факторы оказывали значимое влияние на динамику кредитных и депозитных ставок в целом в экономике или особенности функционирования трансмиссионного механизма.

Так, в 2016–2017 гг. сочетание осторожной политики банков в отборе заемщиков и восстановления российской экономики способствовало снижению премий за кредитный риск, заложенных в кредитные ставки, и, соответственно, вносило вклад (наряду с ожиданиями относительно дальнейшего снижения ключевой ставки) в то, что ставки на кредитном рынке снижались несколько быстрее ключевой ставки и ставок денежного рынка. В сегменте долгосрочного кредитования населения еще одним фактором динамики ставок являлось изменение структуры рынка – замещение долгосрочных потребительских кредитов и автокредитов менее рисковыми ипотечными кредитами, что предопределило снижение ставок в 2014 г., несмотря на рост ключевой ставки в течение года, а затем их более медленный рост в первой половине 2015 г. и опережающее уменьшение в 2016 г. по сравнению с динамикой ключевой ставки и ставок МБК.

Что касается отдельных характеристик российского финансового сектора, то для него, в частности, характерно наличие крупных банков, занимающих доминирующие позиции на основных сегментах рынка. Это оказывает влияние на особенности функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики: крупные банки могут слабее реагировать на различные внешние и внутренние факторы, в том числе на изменение ключевой ставки, как за счет стремления сохранить свои рыночные позиции, так и за счет высокой степени диверсификации активов и обязательств.

<sup>1</sup> Изменения в структуре баланса, которые могут оказывать влияние на особенности работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, происходят как на уровне отдельных банков, так и на уровне банковского сектора в целом. Так, в 2016–2017 гг. наблюдалась тенденция замещения корпоративных кредитов облигациями в портфелях банков, в том числе в связи с ростом заинтересованности банков в более ликвидных инструментах в условиях повышенной неопределенности и кредитных рисков, что могло способствовать некоторому ускорению прохождения сигналов денежно-кредитной политики на финансовые рынки (так как влияние на ставки по облигациям реализуется быстрее).

чем долгосрочных, а подстройка ставок на депозитном рынке занимает у банков больше времени, чем на кредитном. Это связано в том числе с тем, что депозит является стандартным продуктом, ставки по которому изменяются лишь после того, как банк централизованно примет решение об установлении новых условий. Так, в деятельности крупных банков встречаются периоды сохранения ставок на неизменном уровне в течение 2–3 кварталов, несмотря на изменения ключевой ставки на протяжении этого периода. В результате изменение краткосрочных (сроком до 1 года) ставок МБК на 1 п.п. приводит к изменению ставок по краткосрочным кредитам до 1 п.п. в течение 2–4 месяцев, по краткосрочным депозитам до 1 п.п. в течение 7–9 месяцев. Ставки по банковским кредитам на длительные сроки при изменении ставок МБК на те же сроки на 1 п.п. изменяются на 1 п.п. в течение 4–6 месяцев, по долгосрочным депозитам реакция аналогичного масштаба осуществляется в течение 7–9 месяцев.

**На решения банков об уровне ставок по депозитам и кредитам, в том числе на отдельных сегментах, влияют также инфляционные ожидания как самих банков, так и их клиентов – населения и бизнеса.** Подробнее это воздействие будет рассмотрено при описании канала инфляционных ожиданий.

#### **Влияние процентных ставок на кредитование, сбережения, инвестиции и потребление**

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

**Снижение или повышение рыночных процентных ставок оказывает влияние на спрос на рынке заемных средств для населения и предприятий, определяя их доступность, с одной стороны, и привлекательность – с другой.** По оценкам Банка России, изменение средневзвешенной рублевой процентной ставки на 1 п.п. приводит к изменению кредита экономике примерно на 1,5% с лагом в один квартал. В дальнейшем, если не происходит возврата ставки к исходным значениям, отклик достигает 2,3% через год и 3,0% через два года. Требуется значительный период для переноса изменения ставок на стоимость обслуживания всего объема задолженности по кредиту. В России, например, лишь менее 20% от совокупного кредитного портфеля банков представлено краткосрочны-

ми заимствованиями и обращается на протяжении одного года.

**Сила и скорость влияния изменения процентных ставок на показатели кредитования могут зависеть от некоторых особенностей кредитного рынка,** в том числе от того, насколько распространена практика установления плавающих ставок по кредитам (изменение которых привязано, например, к изменению ключевой ставки или ставок МБК), а также от досрочного погашения обязательств и от структуры задолженности реального сектора по срокам. Так, по данным Банка России, большинство кредитов выдается российскими банками по фиксированным ставкам: средняя доля таких кредитов в общем объеме составляет около 85% (см. приложение 2). В случае увеличения доли кредитов по плавающим процентным ставкам реакция объемов кредитования на изменение ключевой ставки может ускориться.

**В рамках действия кредитного канала в его современном понимании изменение как процентных ставок, так и объемов кредитования отражается на уровне долговой нагрузки в экономике в целом и ее отдельных сегментах.** Уровень долговой нагрузки показывает, какая часть доходов заемщиков уходит на выплату процентов и погашение долгов и, соответственно, насколько платежеспособным будет их спрос на заемные средства в экономике. Анализ изменения уровня долговой нагрузки позволяет составить представление о том, как меняются реальные возможности субъектов экономики по направлению средств на потребление и инвестиции, а также каков потенциал дальнейшего расширения ими заимствований. Для измерения уровня долговой нагрузки может быть использован такой показатель, как коэффициент обслуживания долга – отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов. По оценкам, изменение ставок по кредитам оказывает наиболее сильное влияние на уровень долговой нагрузки в текущем квартале. По оценкам Банка России, при изменении средневзвешенной<sup>6</sup> процентной ставки по кредитам в рублях и иностранной валюте на 1 п.п. коэффициент обслуживания долга для населения сонаправленно изменяется приблизительно на 0,1 п.п., для компаний – на 0,3 процентного пункта. Учитывая наличие лагов трансмиссии, а также срочную структуру кредитования, влияние ставки полностью отражается на уровне долговой нагрузки в течение примерно двух лет, следующих за периодом изменения ставки. Существуют и другие факторы, которые влияют на динамику долговой нагрузки, например колебания валютного курса, приводящие к переоценке объема за-

<sup>6</sup> Средняя ставка, взвешенная по объему предоставленных средств по всем срокам.

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

**Изменение кредитной активности влияет на динамику экономической активности как на горизонте до года, так и на более длительных горизонтах (до 2,5 лет),** в том числе из-за сопряженного изменения уровня долговой нагрузки.

**Изменение привлекательности заимствований и сбережений для населения, происходящее под действием изменения процентных ставок, влияет на норму сбережений.** Чем больше норма сбережений, тем меньшую часть своих располагаемых доходов население направляет на покупку товаров и услуг, то есть потребительский спрос сокращается, и наоборот, при снижении нормы сбережений увеличивается потребительская активность домохозяйств. Норма сбережений рассчитывается на чистой основе как разница

между вложениями в активы и приростом кредитования, отнесенная к располагаемым доходам населения. По оценкам Банка России, изменение средневзвешенной<sup>7</sup> процентной ставки по кредитам населению в рублях на 10% (например, с 10 до 11% годовых) приводит к сонаправленному изменению нормы сбережений на 0,2 п.п. в течение одного квартала. В течение года указанный эффект может достичь 0,3 п.п., так как на устойчивое изменение ставки с течением времени реагирует все больше людей, принимая решение о сбережениях и кредитовании.

При этом следует отметить, что на среднесрочном горизонте норма сбережений колеблется вокруг относительно стабильного уровня, который определяется набором устойчивых факторов. К ним относятся культурные национальные особенности (например, отношение к приобретению товаров в долг), демографическая ситуация, государственная политика – доступность социальной помощи (уменьшает необходимость в сбережениях), налогообложение доходов от сбережений и другие факторы. В целом существует общемировая тенденция к снижению нормы сбережений. Краткосрочные колебания нормы сбережений вокруг устойчивого уровня могут быть связаны не только с динамикой процентных ставок, но и с повышением или снижением уровня неопределенности, который оказывает влияние на формирование сбережений из предосторожности, объем которых увеличивается в периоды турбулентности, как, например, в начале 2015 года.

**Изменение рыночных процентных ставок, которое приводит к увеличению или снижению спроса на новые заемные средства со стороны фирм, отражается также на динамике инвестиционного спроса.** В России этот эффект, по оценкам Банка России, не очень значительный: изменение ставки МБК на 1 п.п. (и следующее за ним соответствующее изменение кредитных ставок) приводит к изменению темпа роста валового накопления на 0,2–0,3 п.п. – увеличению в случае снижения ставки и замедлению в случае повышения ставки. Во многом это связано с преобладающей долей собственных средств при финансировании инвестиций в российской экономике. Несмотря на некоторый рост за последние десятилетия, банковские кредиты по-прежнему обеспечивают только около 10% вложений в основной капитал (см. приложение 8 ОНЕГДКП 2018–2020 гг.). В будущем возможен некоторый рост роли кредитных ресурсов в финансировании инвестиций (за счет как банковского кредитования, так и выпуска облигаций), однако, учитывая инертность изменений структуры финансирования инвестиций, наблюда-

<sup>7</sup> Влияние на сберегательную активность возможно оценить с использованием динамики кредитных ставок, так как в основном кредитные и депозитные ставки изменяются сонаправленно.

## Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов)

При проведении макроэкономической политики широко используется концепция долгосрочного равновесия в экономике. В долгосрочном равновесии все ключевые показатели в экономике растут с постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами. То есть долгосрочное равновесие – это не конкретная точка, а устойчивая траектория, по которой движется экономика. При проведении денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции в долгосрочном равновесии потребительские цены растут с темпом, соответствующим целевому уровню инфляции, а темпы роста экономики равны потенциальным и определяются темпами роста производительности факторов производства, а также скоростью технологического развития.

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

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

даемую в прошлом, этот процесс потребует длительного времени.

### Влияние динамики спроса на потребительские цены

**Изменение потребительской и инвестиционной активности, происходящее под влиянием изменения процентных ставок, транслируется в изменение совокупного спроса и потребительских цен.** Это является финальным этапом трансмиссии. Колебания совокупного спроса могут приводить к усилению или снижению инфляционного давления в экономике. В то же время в соответствии с мировым опытом и экономической теорией источником давления на цены может быть лишь такая динамика совокупного спроса, которая отклоняется от равновесия, опережает расширение производственного потенциала экономики. Такое отклонение называется разрывом выпуска (см. врезку “Концепция равновесного состояния экономики и отклонения от него основных макроэкономических переменных (разрывов)”). Наличие существенного положительного разрыва выпуска при прочих равных условиях формирует риски устойчивого отклонения инфляции вверх от цели, а в случае отрицательного разрыва – устойчивого отклонения вниз.

По оценкам Банка России, формирование разрыва выпуска на уровне 1 п.п. приведет к изменению годовой инфляции на 0,3 п.п. в следующем квартале: повышению инфляции в случае положительного разрыва выпуска и ее замедлению в случае отрицательного разрыва. При этом проинфляционное (дезинфляционное) влияние наблюдается на протяжении всего периода сохранения положи-

тельного (отрицательного) разрыва выпуска, а не только в случае его увеличения или сокращения.

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

### Канал валютного курса

**Изменение процентных ставок воздействует на привлекательность вложений в рублевые финансовые инструменты, оказывает влияние на трансграничные потоки капитала и далее – на валютный курс, который, в свою очередь, является значимым фактором формирования внутренних цен.**

Ослабление или укрепление национальной валюты может происходить также под действием широкого круга внешних и внутренних факторов, которые напрямую не зависят от центрального банка. Эти факторы лежат за пределами непосредственно трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, но Банк России учитывает их при анализе текущей ситуации, прогнозировании инфляции и принятии решений по денежно-кредитной политике (см. раздел 3). Определенное влияние на внутрен-

ний валютный рынок могут оказывать также операции центрального банка по покупке и продаже валюты, однако в рамках режима плавающего валютного курса они не имеют своей целью достижение определенного уровня курса или темпа его изменения. Операции на внутреннем валютном рынке, осуществляемые в рамках бюджетного правила, Банк России рассматривает как одну из предпосылок при формировании прогноза, на основании которого принимаются решения по ключевой ставке.

**Курсовая динамика оказывает значимое влияние на инфляцию, действуя как напрямую через цены импортируемых товаров, так и через ряд косвенных эффектов.**

Валютный курс реагирует на изменение ключевой ставки и однодневной ставки межбанковского рынка, по оценкам Банка России, в основном в течение одной недели. При этом реальный эффективный курс рубля изменяется примерно на 0,9% в ответ на 1 п.п. изменения однодневной ставки МБК<sup>8</sup>.

Прямое воздействие курса на инфляцию на потребительском рынке реализуется как непосредственно через цены на импортируемые потребительские товары и услуги, так и через цены на импортируемое сырье, материалы, комплектующие. В силу высокой доли импорта на российском рынке динамика обменного курса рубля оказывает заметное влияние на инфляцию. В структуре товарных ресурсов розничной торговли доля импорта составила в среднем 35% в 2017 – I квартале 2018 года.

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

По оценкам Банка России, **основной эффект от изменения курса рубля на динамику внутренних цен проявляется в пределах до 6 месяцев от момента изменения курса.** При изменении номинального эффективного курса рубля<sup>9</sup> на 1% инфляция, как правило, изменяется не более чем на 0,1 процентного пункта.

Реакция внутренних цен на ослабление рубля может быть выше, чем в случае его укрепления,

в особенности на краткосрочном горизонте. Такая несимметричность реакции связана в том числе с особенностями формирования инфляционных ожиданий населения и бизнеса, в большей степени чувствительных к ослаблению рубля, чем к укреплению (см. подраздел “Канал инфляционных ожиданий”). В то же время нельзя исключить, что масштаб реакции цен товаров и услуг выравняется на более длительных временных горизонтах. В этом случае, например, ослабление рубля ведет к краткосрочной, но достаточно сильной реакции цен, в то время как укрепление рубля оказывает схожий по масштабу, но более растянутый во времени эффект. Однако для получения более надежных и устойчивых оценок чувствительности российской инфляции к курсовой динамике на длительных горизонтах необходимо накопить статистические данные за более длительный период, на котором отсутствовали бы такие существенные структурные сдвиги в российской экономике, как в недавнем прошлом. В частности, к важнейшим из таких сдвигов относится переход к плавающему обменному курсу в 2014 г. и к таргетированию инфляции в начале 2015 года.

Кроме того, цены на различные группы товаров и услуг по-разному реагируют на курсовые колебания в силу таких факторов, как конкурентоспособность отечественной продукции на отдельных рынках, доля в цене товара транспортных расходов, торговых и складских наценок, уровень налогового бремени. В частности, быстрее реагируют на изменения курса и более чувствительны к ослаблению рубля, чем к его укреплению, цены товаров и услуг, срок хранения или использования которых небольшой. В частности, это свойственно для продовольственных цен, что может быть связано со структурными особенностями российского продовольственного рынка: доля импорта наиболее высока на сегменте продуктов с небольшими сроками хранения (например, фрукты, отдельные виды молочной продукции). Цены на услуги также демонстрируют выраженно несимметричную реакцию. Особенно чувствительными к курсовым изменениям являются цены на услуги зарубежного туризма, авиаперевозки. Более близкой к симметричной является реакция цен на рынке непродовольственных товаров. Продолжительные сроки хранения позволяют розничным сетям более плавно изменять цены, учитывая в них не только эпизоды ослабления рубля, но и последующее корректирующее укрепление.

**Развитие импортозамещения в сегменте потребительских товаров, постепенное снижение инфляционных ожиданий, финансовая стабильность формируют условия для снижения**

<sup>8</sup> Средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

<sup>9</sup> Средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России.

**чувствительности цен к колебаниям обменного курса.** Так, в период турбулентности на финансовом рынке в конце 2014 – начале 2015 г. чувствительность ценовой динамики была в 2–3 раза выше, чем наблюдается сейчас. В 2015–2016 гг. происходило увеличение доли отечественной продукции, в особенности в производстве некоторых мясных и молочных продуктов (см. Приложение к Докладу о денежно-кредитной политике, сентябрь 2017 г.). Доля отечественного производства в товарных ресурсах внутреннего рынка в начале 2018 г. приблизилась к 100% по отдельным видам мясной продукции (свинина, птица), в производстве сыров увеличилась на 20% по сравнению с началом 2014 года. В меньшем объеме импортозамещение происходило на рынках непродовольственных потребительских товаров. При этом в 2017 – начале 2018 г. развитие импортозамещения замедлялось по мере насыщения рынка, а также из-за произошедшего в 2017 г. укрепления рубля.

### Канал инфляционных ожиданий

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

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

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

Инфляционные ожидания населения во многом определяют динамику потребительского спроса, что в конечном счете отражается на ценах на товары и услуги. Например, ожидания ускорения роста цен в будущем могут увеличить спрос домашних хозяйств и способствовать более быстрому и сильному повышению инфляции. Необходимо отметить, что инфляционные ожидания населения, как в мировой, так и российской практике, могут быть более адаптивными, то есть опираться на предыдущие значения инфляции, а также могут быть подвержены влиянию дополнительных факторов, включая демографическую структуру населения. Банк России учитывает это при принятии решений по денежно-кредитной политике, обращая внимание в первую очередь на динамику инфляционных ожиданий населения, в особенности на их существенные колебания.

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

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

На формирование процентных ставок по банковским операциям также могут значимо воздействовать инфляционные ожидания населения и бизнеса. Так, ожидания населения по инфляции и субъективные оценки ее текущего уровня могут задавать нижнюю границу для депозитных ста-

вок, ниже которой они будут восприниматься как неоправданно низкие и непривлекательные. При приближении ставок по вкладам к этой границе они становятся менее чувствительными к дальнейшему снижению ключевой ставки. В результате снижение депозитных и, соответственно, кредитных ставок замедляется. Такая ситуация наблюдалась в 2017 – первой половине 2018 года.

**Снижение инфляции до исторически минимальных уровней, последовательная денежно-кредитная политика формируют доверие к политике Банка России, повышают роль его заявлений и прогнозов в формировании инфляционных ожиданий.** Это в том числе способствует появлению деловых практик соответствующего определения заработной платы, формирования цен на промежуточные товары и конечную продукцию в привязке к целевому уровню инфляции. Повышение доверия к денежно-кредитной политике также способствует тому, что участники экономики при принятии решений в меньшей степени реагируют на кратковременные колебания цен, вызванные в том числе немонетарными факторами инфляции. Закрепление и развитие этих тенденций необходимо для повышения устойчивости связи инфляционных ожиданий с целью по инфляции, что является важным условием успешного таргетирования инфляции.

### Другие каналы

**Изменение ключевой ставки воздействует также на цены активов на балансах компаний. Это воздействие называют балансовым каналом (канал цен активов) трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.** Корректировка процентных ставок на финансовом рынке, происходящая вслед за изменением ключевой ставки, снижает или повышает доступность заемных ресурсов для финансирования покупки активов и, соответственно, спрос на эти активы. В результате снижение ключевой ставки приводит к росту рыночной стоимости активов, а повышение ключевой ставки – к снижению их стоимости. При этом наиболее сильно и быстро реагируют цены на рынке финансовых активов, где сделки совершаются быстрее, чем, например, на рынке недвижимости. Так, если ставки по депозитам и новым выпускам облигаций растут, участники рынка будут продавать уже имеющиеся в их портфелях акции и облигации, ставшие менее привлекательными, и цена этих бумаг будет снижаться до тех пор, пока их доходность не сравняется со среднерыночной. Так как активы, имеющиеся на балансе компаний и у населения, могут служить для них обеспечением по кредитам, то рост их стоимости повышает возможности компаний и домохозяйств по привлечению заемных средств.

Это дополнительно способствует расширению кредитования при снижении ключевой ставки или снижает кредитную активность при повышении ставки. Анализ данных балансов по широкому кругу российских компаний реального сектора подтверждает работоспособность балансового канала трансмиссионного механизма в российской экономике, однако в целом в экономике действие этого канала менее значимо по сравнению с другими. Это может быть связано с тем, что активы, цены которых зависят от уровня процентных ставок, в российской практике пока не так широко используются компаниями и в особенности населением в качестве залога.

**В экономической литературе при анализе влияния процентных ставок на цены иногда дополнительно выделяют канал издержек.** Его механизм предполагает, что повышение процентных ставок в экономике сказывается в первую очередь на издержках производителей (через расходы на обслуживание привлеченных кредитов), заставляя их одновременно ограничивать выпуск и повышать цены на конечную продукцию (тогда как в логике действия процентного канала повышение ключевой ставки должно ограничивать рост цен). Однако современные исследования, в том числе на российских данных, показывают, что в настоящее время влияние денежно-кредитной политики на инфляцию через процентный канал преобладает (см. приложение 3).

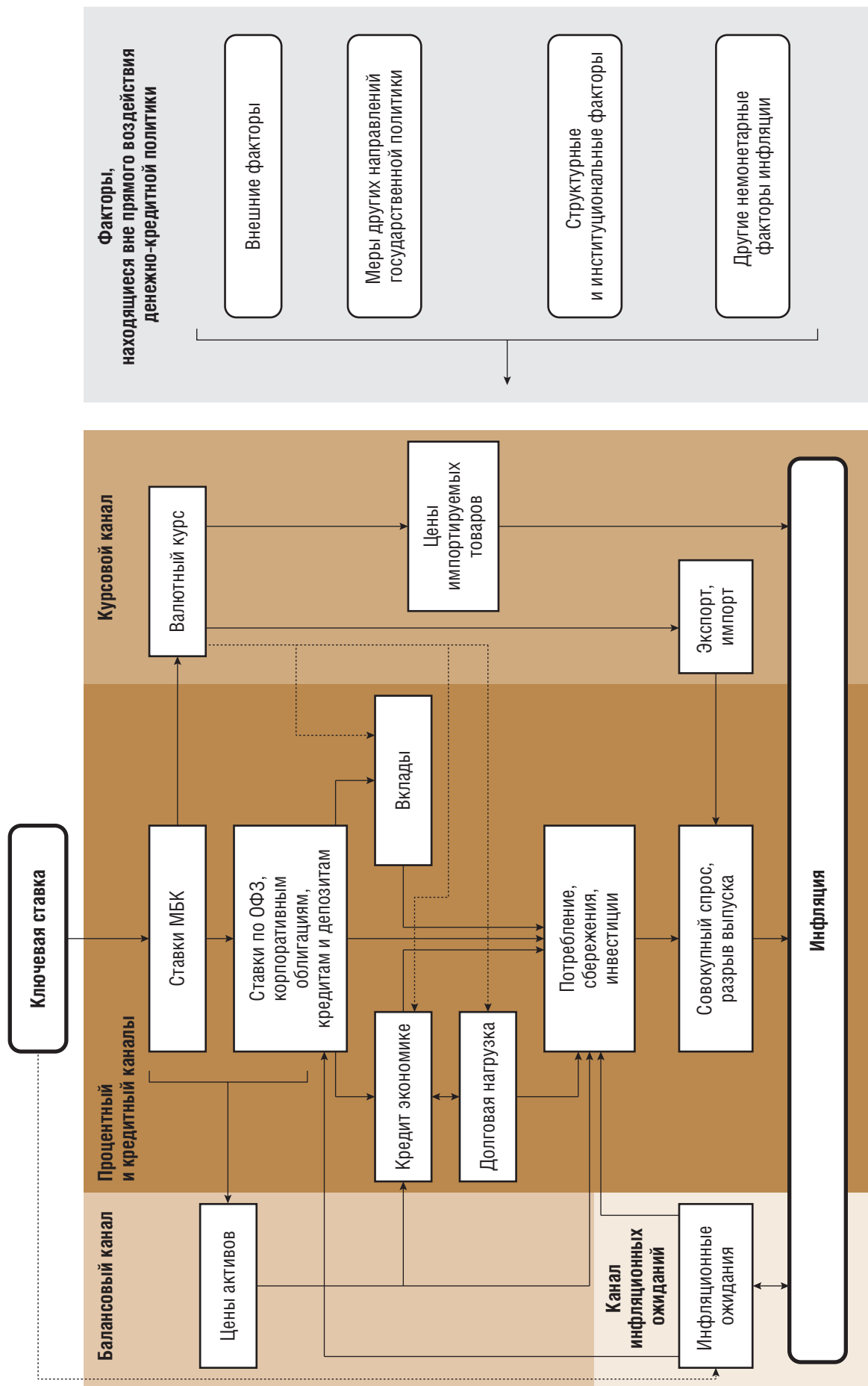
### Эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики

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

В российской экономике продолжается развитие финансового рынка и банковской системы за счет совершенствования операционной процедуры денежно-кредитной политики, финансового оздоровления банковского сектора, роста финансовой грамотности населения и бизнеса, широкого внедрения новых технологий, снижающего издержки участников рынка и ускоряющего совершение сделок, расширения линейки финансовых услуг и повышения их доступности (см. раздел 1). Банк России вносит вклад в развитие этих процессов в рамках различных видов своей деятельности.

Девальютизация кредитов и депозитов, устойчиво продолжавшаяся в 2017–2018 гг., также способ-

Схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики\*



\* Более подробный вариант схемы представлен в статье Могилат А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9.



ствует ослаблению влияния внешних факторов на внутренний финансовый сектор и повышает роль внутренних процентных ставок при принятии решений населением и бизнесом. Сохранение этой тенденции в будущем, которому будет способствовать в том числе поддержание ценовой и финансовой стабильности, окажет положительное влияние на эффективность работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

В настоящее время на формирование цен в России значительное влияние оказывают немонетарные факторы со стороны как внешнеэкономических условий, включая динамику мировых цен на энергоносители, так и внутренних факторов, таких как несовершенная конкуренция, недостаточное

развитие логистической инфраструктуры, недостаточная обеспеченность российским сырьем, комплектующими и оборудованием, дефицит квалифицированных кадров и высокий износ производственного оборудования, особенности тарифного регулирования (см. приложение 3). Нивелирование влияния факторов данной группы может снизить ценовую волатильность, что будет вносить вклад в дальнейшее снижение уровня инфляционных ожиданий и их чувствительности к разовым событиям. Способствовать снижению влияния немонетарных факторов на инфляцию будет работа, проводимая органами государственной власти, в которой Банк России принимает участие на этапе анализа и разработки мер (см. раздел 1).

### 3. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2018 ГОДУ

Принимая решения об уровне ключевой ставки в 2018 г., Банк России исходил из цели и принципов денежно-кредитной политики, изложенных в ОНЕГДКП 2018–2020 годов. После снижения инфляции до 4% в середине 2017 г. денежно-кредитная политика нацелена на ее закрепление вблизи 4%. Учитывая, что решения по ключевой ставке влияют на динамику цен не сразу, а с течением времени, Банк России оценивает устойчивость факторов, оказывающих влияние на инфляцию, и формирует макроэкономический прогноз. На его основе, а также с учетом рисков Банк России принимает решения по ключевой ставке.

В 2018 г. инфляция оставалась на низком уровне. Сохранению низкого инфляционного давления в экономике способствовала умеренно жесткая денежно-кредитная политика, обеспечивая формирование процентных ставок на уровне, поддерживающем привлекательность сбережений, умеренную склонность к заимствованиям и, как следствие, увеличение потребительского и инвестиционного спроса, не опережающее возможности расширения предложения. При этом сохранение инфляции на уровне 2,2–2,4%, что ниже цели 4%, в первой половине года в значительной степени было связано с высоким предложением сельскохозяйственной продукции и, соответственно, низкими темпами прироста продовольственных цен. **Учитывая временный характер действия данного фактора и ожидаемое возвращение инфляции к уровням вблизи 4%, Банк России снижал ключевую ставку в начале года постепенно – по 25 б.п. в феврале и марте, до 7,25% годовых. При этом в начале года Банк России планировал перейти к нейтральной денежно-кредитной политике до конца 2018 года.**

Однако в II–III кварталах реализовался ряд рисков, на существование которых Банк России указывал ранее в пресс-релизах. **Ослабление рубля в апреле и августе в условиях расширения внешних санкций, усиления санкционной риторики и роста страновой риск-премии для России, а также объявление о повышении налога на добавленную стоимость (НДС) в 2019 г. привели к пересмотру Банком России прогноза инфляции.** Под влиянием данных факторов прогнозируется более быстрое повышение инфляции, чем ожидалось в начале года. В 2018 г. годовая инфляция, по оценкам Банка России, составит 3,8–4,2%. В 2019 г. она ускорится до 5–5,5% с последующим возвращением к 4% в первой половине 2020 года. При этом на фоне роста курсовой волатильности инфляционные ожидания населения и предприятий повысились, возросла неопределенность их изменений в

будущем. Устойчивое повышение инфляционных ожиданий может создать риски продолжительного отклонения инфляции вверх от цели. **В этих условиях Банк России сохранял ключевую ставку неизменной на уровне 7,25% годовых в апреле–июле, в сентябре повысил ее до 7,50% годовых, а в октябре сохранил на этом уровне.** Кроме того, для стабилизации ситуации на финансовом рынке Банк России принял решение приостановить до конца 2018 г. покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила. Принятые решения позволят ограничить масштаб влияния проинфляционных факторов.

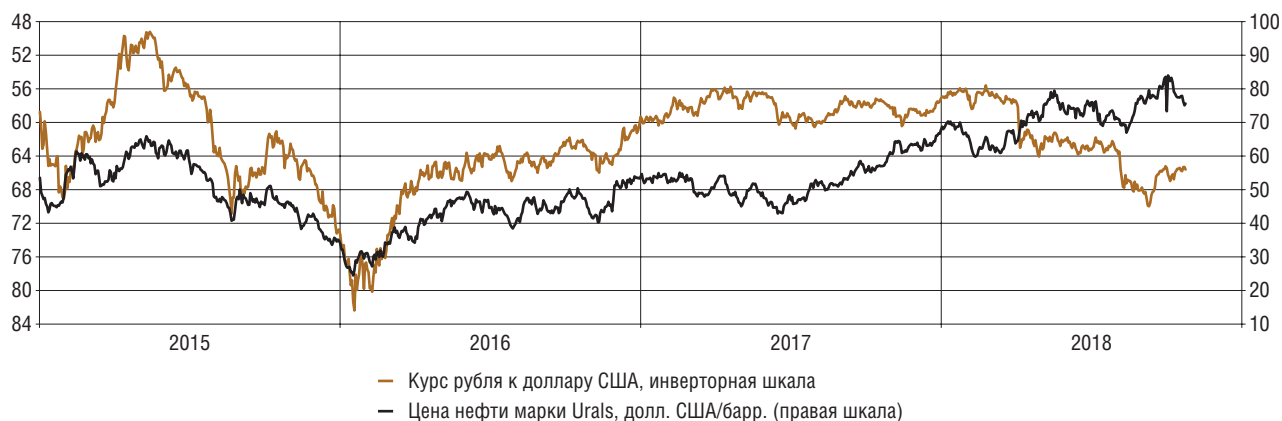
Далее представлена развернутая характеристика внутренних и внешних условий, которые учитывались Банком России при формировании макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке.

#### Внешние условия

**Влияние внешних условий на экономику было неоднозначным. С одной стороны, более высокие цены на нефть на мировом рынке поддержали рост российской экономики. С другой стороны, они оказали повышательное влияние на внутренние цены нефтепродуктов и, как следствие, на динамику потребительских цен в целом. Кроме того, ужесточение внешних санкций и усиление санкционной риторики в апреле и августе, а также снижение склонности к риску на мировом рынке привели к закреплению страновой риск-премии для России на более высоком уровне. В результате наблюдалось ослабление рубля, что стало основным фактором повышения в сентябре Банком России прогноза инфляции на 2018 г. до 3,8–4,2%.**

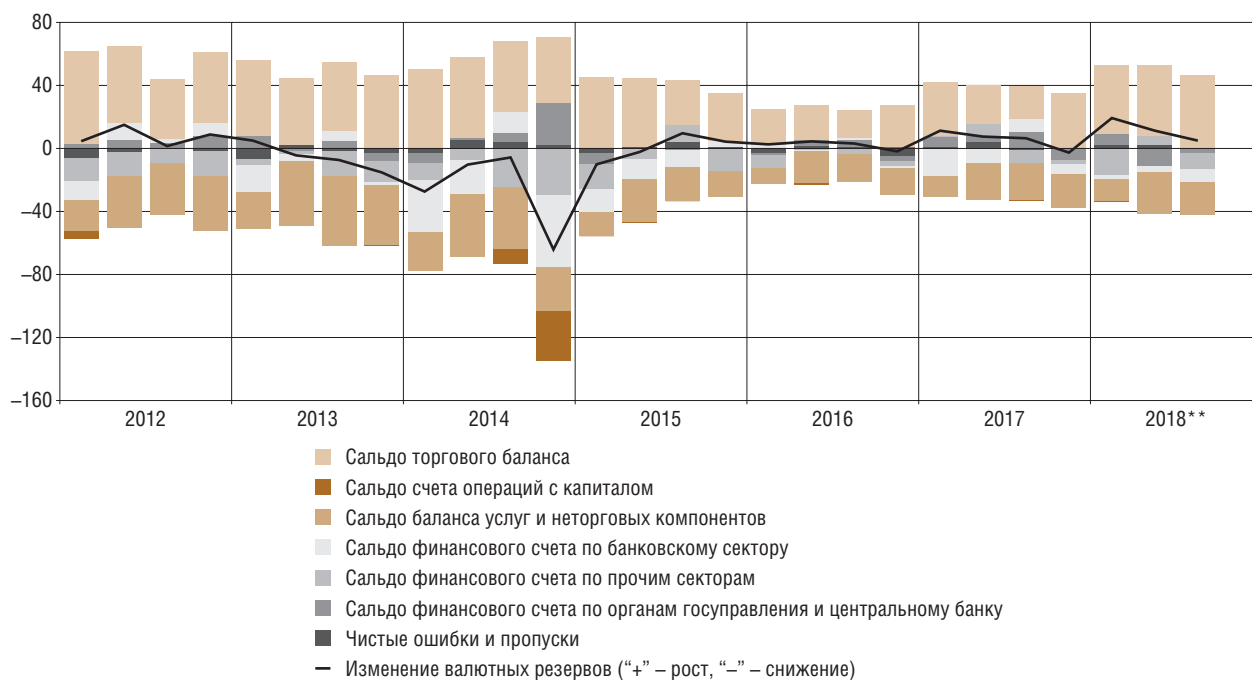
Нефтяные котировки в январе–сентябре находились в среднем вблизи 70 долл. США за баррель, что значительно выше уровня, который Банк России закладывал в базовый сценарий ОНЕГДКП 2018–2020 годов. Год назад Банк России ожидал постепенного снижения цен на нефть марки Urals до 40 долл. США за баррель к середине 2018 г. в предположении об увеличении добычи сланцевой нефти и снижении стимулов к продлению международного соглашения об ограничении добычи нефти. Однако в условиях роста глобального спроса при сокращении мировых запасов нефти нефтяные котировки оставались на более высоком уровне. Со стороны предложения поддержку ценам на нефть оказывало продление на 2018 г. соглашения Организации

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



Источник: Thomson Reuters.

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



\* В знаках РПБ5.

\*\* III квартал 2018 г. – оценка Банка России.

Источник: Банк России.

стран – экспортеров нефти (ОПЕК) и других стран – экспортеров нефти об ограничении ее добычи и последующее перевыполнение данных ограничений, а также временное сокращение поставок нефти из отдельных регионов под действием локальных политических и техногенных факторов. Поддержанию нефтяных котировок на более высоком уровне также способствовали сообщения о возобновлении санкций США в отношении Ирана и рост геополитической напряженности на Ближнем Востоке.

С учетом складывающейся динамики цен на нефть Банк России в течение года пересматривал их траекторию в базовом прогнозе<sup>1</sup>. В октябре Банк России сформировал прогноз, исходя из плавного снижения цены на нефть до 55 долл. США за баррель в 2020 г. и сохранения ее на данном уровне в дальнейшем<sup>2</sup>.

Хотя выполнение соглашений об ограничении добычи нефти сдерживало рост физического объема экспорта, более высокие цены на нефть, наряду

<sup>1</sup> Базовый прогноз обновляется перед каждым заседанием Совета директоров Банка России по ключевой ставке. Обновленный прогноз публикуется в Докладе о денежно-кредитной политике ежеквартально.

<sup>2</sup> Октябрьский макроэкономический прогноз опубликован в разделе 4.

### Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками (б.п.)



\* Средний CDS-спред по странам с формирующимися рынками рассчитан по Бразилии, Китаю, Турции, Мексике, Малайзии.

Источники: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

с ростом внешнего спроса в 2018 г., способствовали существенному увеличению стоимостного объема экспорта. По предварительной оценке Банка России, сальдо текущего счета платежного баланса в январе–сентябре 2018 г. составило 75,8 млрд долл. США против 19,7 млрд долл. США в аналогичный период 2017 года. При этом действующее бюджетное правило частично нивелировало влияние высоких нефтяных котировок на внутренние условия через накопление дополнительных нефтяных доходов для передачи в ФНБ. Это способствовало снижению зависимости экономики от конъюнктуры внешних сырьевых рынков.

Более значительные поступления экспортной выручки расширили возможности компаний для инвестирования за рубеж. В результате компании наращивали иностранные активы, и чистый вывоз капитала частным сектором в январе–сентябре 2018 г. составил 31,9 млрд долл. США. При этом в условиях действия внешних санкций банки продолжили погашать внешние обязательства.

В начале 2018 г. сохранялась привлекательность российских активов для внешних инвесторов, чему способствовало улучшение ситуации в экономике наряду с взвешенной экономической политикой. Спрос нерезидентов на российские активы, прежде всего государственные ценные бумаги, оставался высоким. Поддержку ему также оказало повышение суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня международным агентством Standard & Poor's в феврале 2018 года. Однако в II–III кварталах ситуация изменилась. Ужесточение санкций США в отношении России и усиление санкционной риторики в апреле и августе привели к ухудшению настроений и ожиданий участников рынка, повышению риск-премии на Россию и отто-

ку средств иностранных инвесторов из российских активов. Прежде всего усилились продажи нерезидентами суверенных ценных бумаг на вторичном рынке, и чистый приток иностранного капитала в сектор органов государственного управления в I квартале сменился оттоком в II–III кварталах. В результате наблюдались рост волатильности на валютном рынке, ослабление рубля, снижение цен активов на фондовом рынке. Помимо длительного характера действия санкций, закреплению страновой риск-премии для России на повышенном уровне также способствовал рост чувствительности к риску на мировых рынках в целом. Снижение склонности инвесторов к вложениям в рискованные активы, в том числе в активы стран с формирующимися рынками, было обусловлено ухудшением перспектив роста отдельных стран с формирующимися рынками, а также ростом неопределенности относительно мер государственной политики крупнейших экономик. В частности, отмечалось усиление напряженности в сфере международной торговли (сообщения о введенных и планируемых взаимных торговых ограничениях), а также в отношении скорости нормализации денежно-кредитной политики США. В течение года в условиях ускорения инфляции в США и ужесточения риторики Федеральной резервной системы (ФРС США) инвесторы корректировали ожидания в сторону более быстрой нормализации денежно-кредитной политики в США.

Для снижения волатильности на валютном рынке и ее влияния на динамику цен Банк России в августе принял решение не осуществлять покупку иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила до конца сентября, а в сентябре продлил действие этого решения до конца 2018 года. Решение об отложенных в 2018 г. по-

купках иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься после возобновления регулярных покупок с учетом фактической обстановки на финансовых рынках. Данное решение, наряду с повышением ключевой ставки в сентябре 2018 г. и некоторой стабилизацией внешних условий, способствовало снижению волатильности на финансовом рынке во второй половине сентября – октябре. Вместе с тем сохранялась высокая неопределенность относительно развития внешних условий и их влияния на цены финансовых активов. Дальнейший рост доходностей на развитых рынках, отток капитала из стран с формирующимися рынками и геополитические факторы могут привести к усилению волатильности на финансовых рынках и оказать влияние на курсовые и инфляционные ожидания.

Изменение страновой премии за риск оказывает влияние на доходности российских активов, потоки капитала в страну, динамику курса рубля и в итоге на инфляцию. Поэтому уровень риск-премии – значимый фактор для макроэкономического прогноза и решения по ключевой ставке. При прочих равных условиях из-за устойчивого увеличения страновой риск-премии в результате изменения внешних условий оценка Банком России уровня нейтральной ставки сместилась ближе к верхней границе диапазона 6–7%.

Произошедшее в апреле и августе ослабление рубля оказывало проинфляционное давление. Однако сохранение умеренной динамики потребительского спроса, в том числе сформировавшейся под влиянием денежно-кредитной политики, сдерживало компании от более существенного повышения цен. На внутреннем продовольственном рынке влияние курсовой динамики на цены отчасти компенсировалось сдерживающим эффектом высокого предложения по ряду групп товаров. Вместе с тем на внутреннем рынке нефтепродуктов ослабление рубля в совокупности с ростом мировых цен на энергоносители привело к ускорению роста цен в мае–июне. Это повлияло на динамику общей инфляции через увеличение темпов роста потребительских цен на моторное топливо, а также повышение издержек отечественных производителей. Стабилизировать динамику потребительских цен на нефтепродукты в июле позволило снижение акцизов на бензин и дизельное топливо с 1 июня 2018 г. и достижение договоренностей с крупнейшими нефтяными компаниями об ограничении темпа роста цен на них. Ожидаемое в рамках прогноза снижение цен на нефть до конца года будет способствовать замедлению роста цен на нефтепродукты.

Курсовая динамика в большей степени затронула темпы роста цен в регионах России с более высоким уровнем дохода. Доля потребления импортной продукции в таких регионах выше. При этом у продавцов шире возможности повышать цены без последствий в виде снижения спроса, учитывая его

более высокую платежеспособность. Поэтому в таких регионах темпы роста цен оставались несколько выше общероссийских – в среднем около 3,5% в январе–сентябре 2018 г. (Москва, Московская и Нижегородская области). При этом в августе–сентябре в отдельных регионах инфляция превысила 4%.

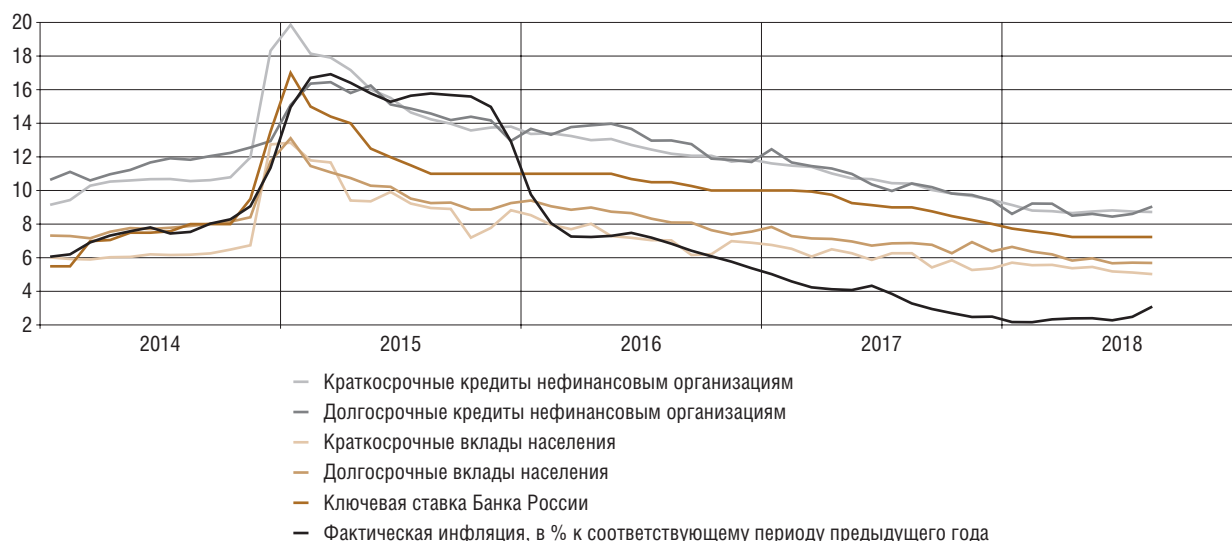
Под влиянием произошедшего в апреле и августе ослабления рубля инфляция в 2018 г. будет повышаться быстрее, чем ожидал Банк России в начале года. При этом масштаб ускорения роста потребительских цен в значительной степени будет зависеть от изменения инфляционных ожиданий субъектов экономики. **По оценкам Банка России, вклад курсовой динамики в годовую инфляцию составит около 1 п.п. к концу 2018 года. Инфляция в 2018 г. прогнозируется на уровне 3,8–4,2%. Банк России будет внимательно следить за динамикой инфляционных ожиданий, учитывая, что риски их устойчивого повышения сохраняются.**

## Внутренние условия

**Внутренняя экономическая ситуация в целом оставалась благоприятной. Продолжился рост российской экономики темпами, которые оцениваются Банком России как соответствующие ее долгосрочному потенциалу. При этом экономический рост происходил без нарастания избыточного инфляционного давления, чему способствовала денежно-кредитная политика. Изменения ключевой ставки обеспечивали сохранение привлекательности рублевых сбережений и рост кредита экономике в соответствии с увеличением доходов. В результате увеличение потребительского и инвестиционного спроса не опережало возможности расширения предложения.**

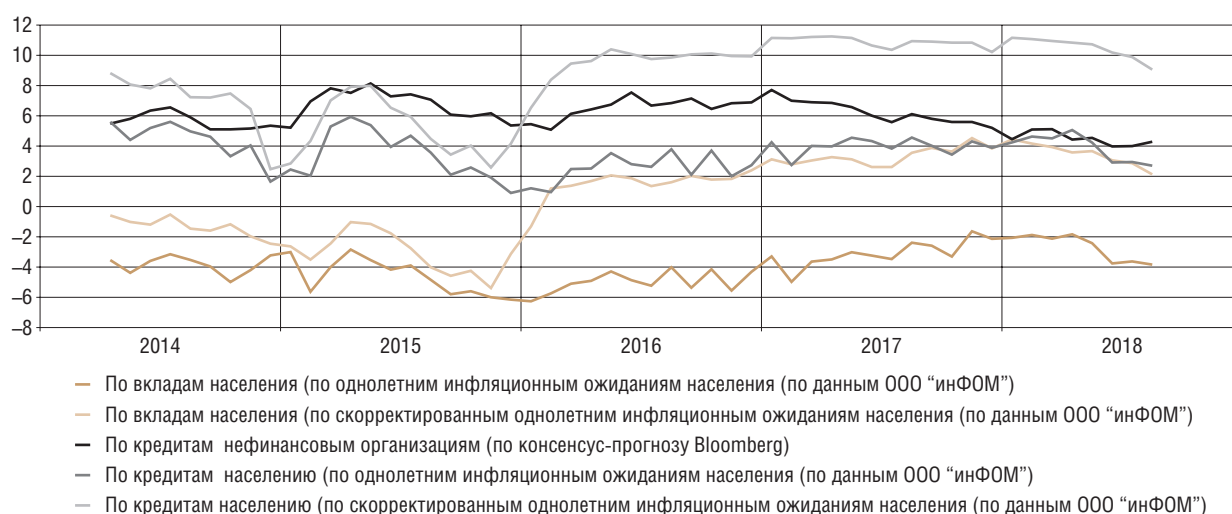
Денежно-кредитные условия продолжили смягчаться в начале 2018 г. при сохранении небольшой степени их жесткости. Смягчение денежно-кредитных условий происходило преимущественно за счет снижения процентных ставок в экономике. Значимое влияние на этот процесс оказывало снижение ключевой ставки Банком России в 2017 – начале 2018 года. Сохранение инфляции на низком уровне и продолжавшееся снижение инфляционных ожиданий также способствовали уменьшению рыночных процентных ставок. Однако начиная с мая преимущественно под влиянием внешних факторов денежно-кредитные условия начали ужесточаться. Закрепление страновой риск-премии на более высоком уровне после ужесточения санкций и усиления санкционной риторики в апреле и августе привело к росту доходностей государственных и корпоративных ценных бумаг. Процентные ставки на депозитно-кредитном рынке несколько повысились. На формирование процентных ставок также

### Процентные ставки по рублевым банковским операциям и ключевая ставка Банка России (% годовых, если не указано иное)



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.

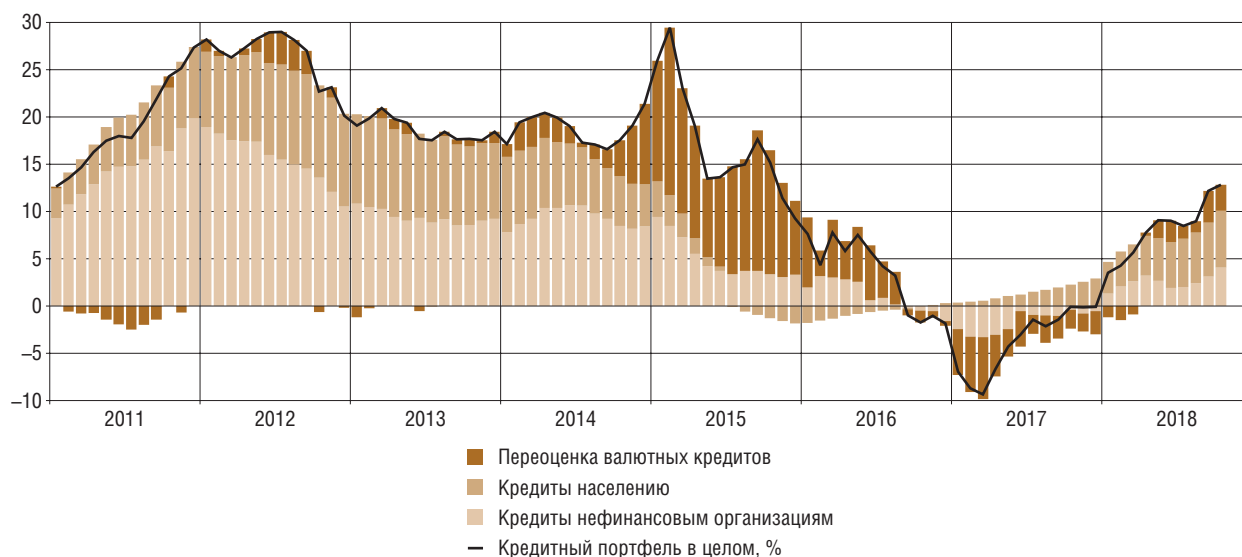
оказали влияние решения Банка России по ключевой ставке и изменения сигналов по денежно-кредитной политике в апреле–октябре. Неценовые условия кредитования практически не менялись в течение года. Стремясь улучшить качество кредитного портфеля, банки сохраняли консерватизм в отношении оценки заемщиков.

Сформировавшиеся денежно-кредитные условия обеспечивали увеличение кредитной активности в соответствии с ростом доходов. Увеличению кредитования также способствовало расширение возможностей заемщиков обслуживать свои обязательства в условиях снижения долговой нагрузки по мере снижения процентных ставок. Годовой темп прироста кредитования на 01.10.2018 составил 10,1% (с исключением валютной переоценки). При

этом наиболее быстрыми темпами росло розничное кредитование. Рост кредитования организаций оставался умеренным. Рост внутреннего кредита являлся основным источником роста денежной массы. В условиях увеличения денежной массы при сохранении стабильных темпов роста экономики и низкой инфляции продолжилось увеличение монетизации российской экономики.

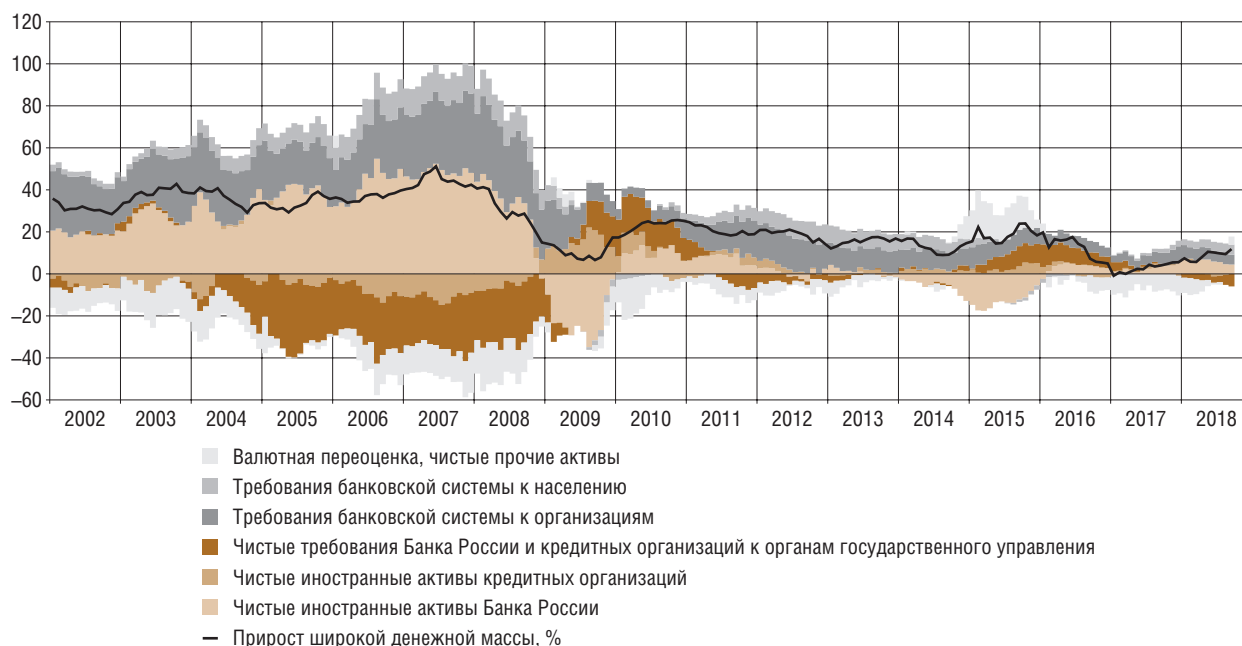
Расширение кредитования оказывало поддержку потребительскому спросу. В то же время сохранение положительных реальных процентных ставок обеспечивало привлекательность для населения вкладов в рублях. Рублевые депозиты населения продолжили расти. Их снижение в августе–сентябре было связано с локальным сокращением реальных доходов населения, вызванным в том числе

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



Источник: Банк России.

### Динамика источников формирования широкой денежной массы\* (вклад в годовые темпы прироста широкой денежной массы, п.п., если не указано иное)



\* С 01.01.2015 доработана методология расчета показателей денежно-кредитной статистики.

Источник: Банк России.

снижением прочих доходов (включая скрытые доходы и доходы от продажи валюты). В целом объем рублевых депозитов населения на 1 октября 2018 г. увеличился на 9,9% по сравнению с той же датой предыдущего года. При этом на начало октября 2018 г. валютные депозиты населения (в долларовом эквиваленте) сократились на 7,3% по сравнению с началом октября 2017 года. Сохранение ин-

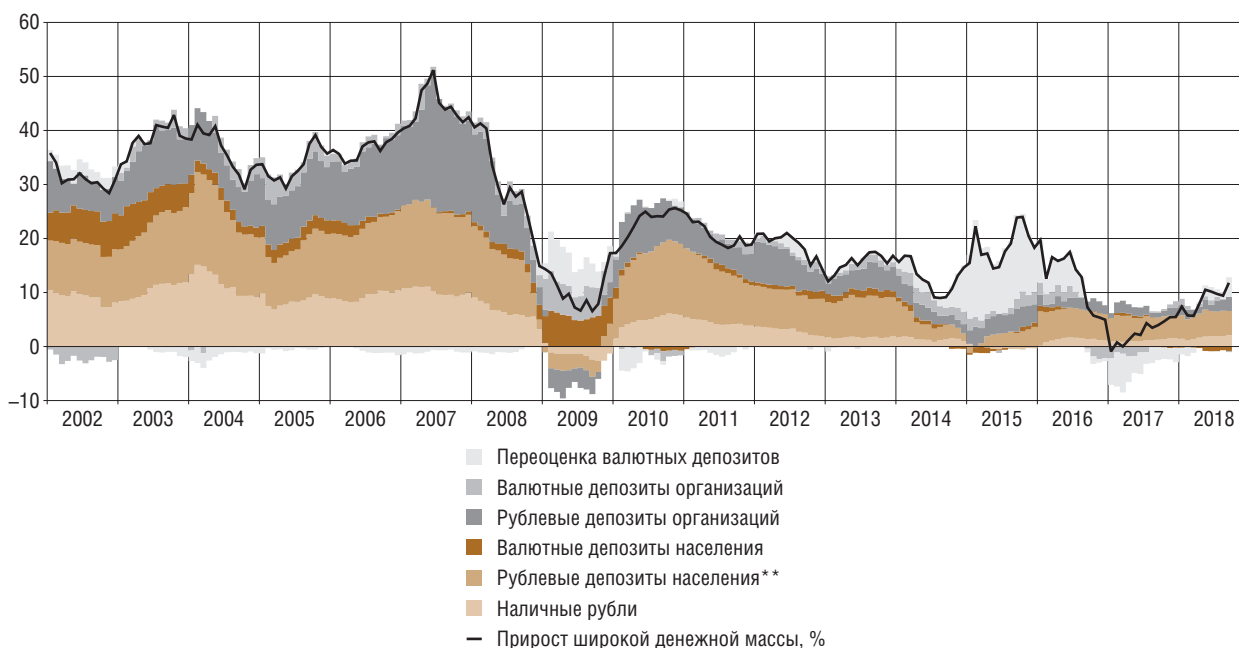
тереса к вложениям в рублевые активы оказывало поддержку норме сбережений. Однако в условиях расширения кредитования наметилась тенденция к ее снижению, что указывает на постепенный переход населения от сберегательной модели поведения к увеличению потребления<sup>3</sup>.

Хотя динамика розничного кредитования не препятствовала поддержанию ценовой стабильно-

<sup>3</sup> Краткосрочное существенное снижение нормы сбережений в апреле было в значительной степени связано со снижением темпа роста валютных активов в условиях произошедшего ослабления рубля.

**Динамика широкой денежной массы\***

(вклад отдельных компонентов в годовые темпы прироста широкой денежной массы, п.п., если не указано иное)



\* С 01.01.2015 доработана методология расчета показателей денежно-кредитной статистики.

\*\* Включая сберегательные и депозитные сертификаты.

Источник: Банк России.

**Динамика монетизации российской экономики**

(поквартально, %)



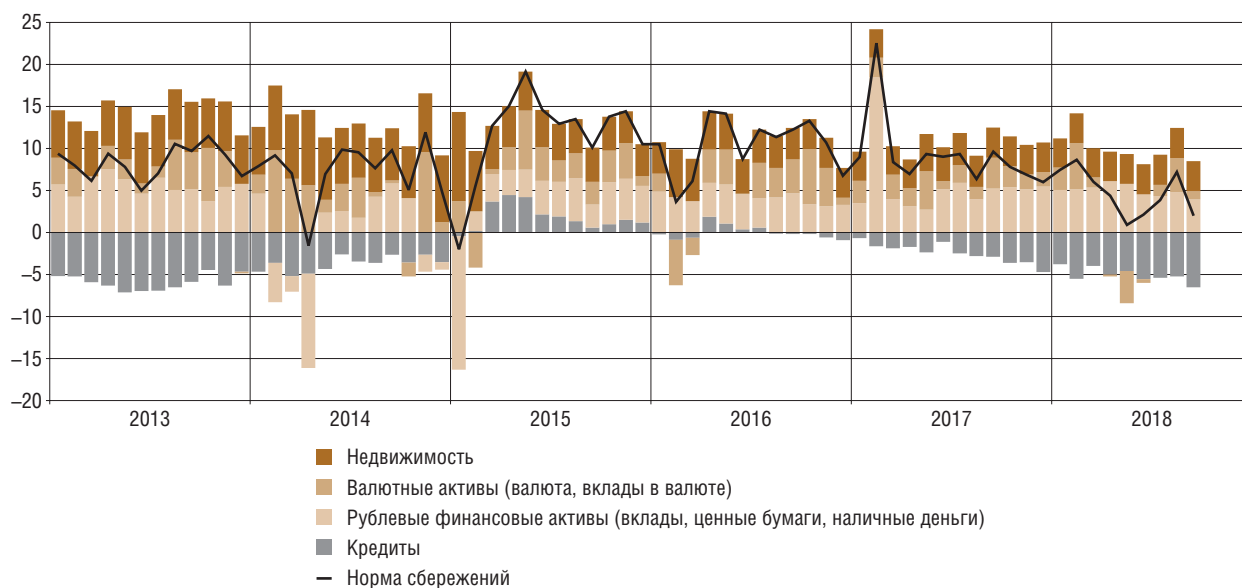
Источник: расчеты Банка России.

сти, для ограничения избыточного принятия банками рисков, связанных с наращиванием кредитования в данном сегменте, Банк России принял ряд макропруденциальных мер. С начала 2018 г. были повышены коэффициенты риска по ипотечным кредитам с пониженным первоначальным взносом, с 1 сентября пересмотрена шкала повышенных коэффициентов риска по потребительским кредитам для расчета нормативов достаточности капитала. Кроме того, для обеспечения устойчивости кредитных организаций Банк России также продолжил поэтапное внедрение подходов банковского регулирования «Базель III»: в 2018 г. были повышены регуляторные требования в части

надбавок к достаточности капитала и ликвидности кредитных организаций. Принятые макропруденциальные меры и меры банковского регулирования будут способствовать формированию банками адекватной подушки безопасности на случай реализации рисков и обеспечат стабильность в банковском секторе, что является важным условием нормальной работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Банк России учитывал при проведении денежно-кредитной политики потенциальное влияние принятых макропруденциальных мер на динамику денежно-кредитных показателей, которое оценивается в целом как небольшое.



**Динамика компонентов нормы сбережений с исключением сезонности**  
(доля в доходах, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Динамика оборота розничной торговли и реальной заработной платы**  
(% к соответствующему периоду прошлого года, если не указано иное)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

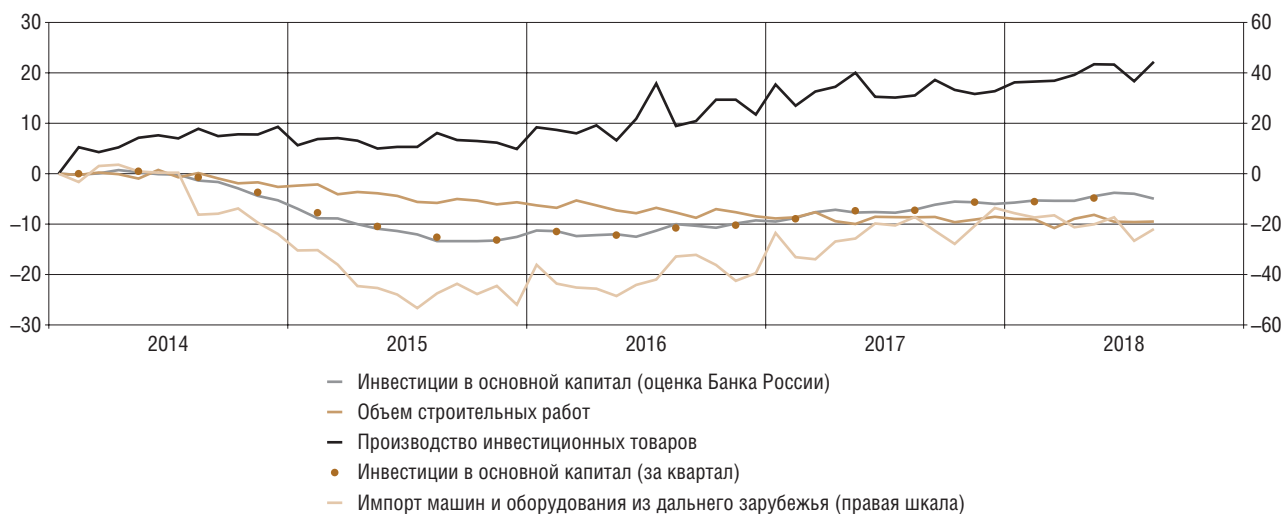
Помимо роста кредитования, поддержку потребительскому спросу оказывала динамика заработной платы. По оценке, в сентябре годовой темп прироста номинальной заработной платы составил 10,8%. При этом ускоренный рост заработной платы в начале года вызывал опасения у Банка России. Формирование устойчивой тенденции к росту заработной платы темпами, опережающими производительность труда, могло привести к росту инфляционного давления. Однако, как и ожидалось, значительное ускорение роста заработной платы оказалось временным. Оно было связано с повышенными выплатами премий в частном секторе, а также значительным повышением оплаты труда от-

дельным категориям работников в бюджетной сфере в рамках исполнения Указа Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 года. В апреле рост реальной заработной платы ожидаемо замедлился и в дальнейшем оставался вблизи сложившегося уровня (в среднем около 7,3% в апреле–сентябре по сравнению с 10,1% в I квартале). Кроме того, несмотря на заметное увеличение трудовых компенсаций, рост реальных располагаемых денежных доходов населения был небольшим.

**Расширение потребительского спроса следовало за расширением производства, не опережая его и не создавая инфляционного давления.** Постепенное увеличение потребительской

### Показатели инвестиционной активности\*

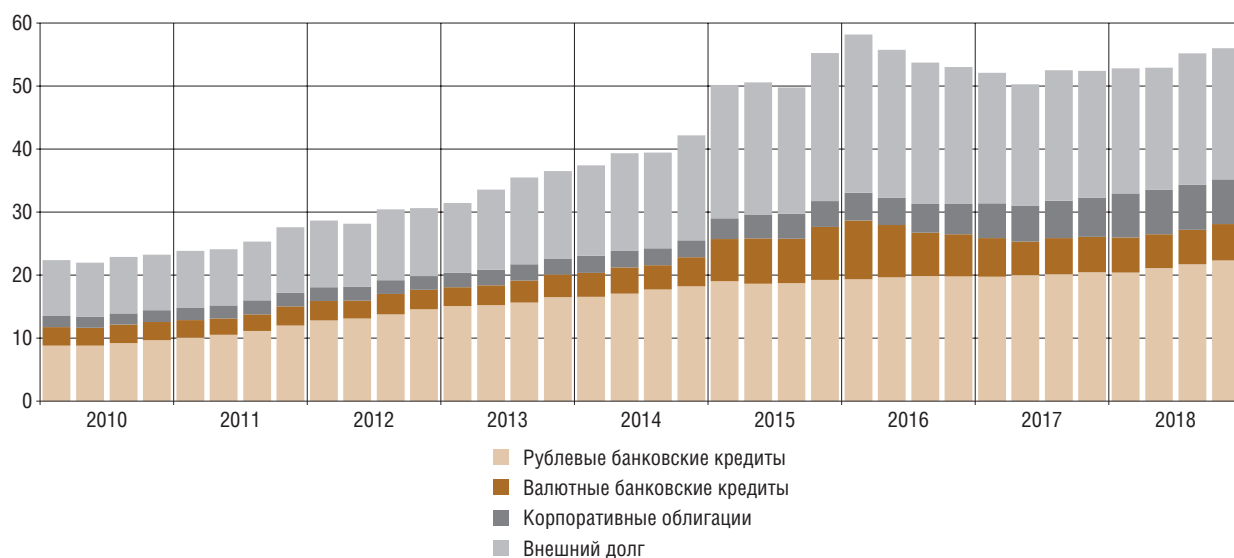
(с устранением сезонности, прирост в % к январю 2014 г.)



\* Оценка Банка России с учетом пересмотра статистики по промышленному производству с начала 2017 года.

Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

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



Источники: Банк России, Cbonds.

активности способствовало увеличению предпринимательской уверенности, что создавало стимулы для дальнейшего роста производства и инвестиций. Однако ужесточение санкций США в отношении России и усиление санкционной риторики в апреле и августе привели к увеличению неопределенности и формированию более осторожной оценки компаниями перспектив спроса и планов по расширению инвестиций. Если в I квартале в условиях сохранения относительно крепкого рубля компании в том числе увеличивали спрос на импортные инвестиционные товары, то начиная с апреля рост импорта инвестиционных товаров замедлился на фоне произошедшего ослабления рубля. Дополнительное сдерживающее влияние

на инвестиционную активность оказала стагнация в строительстве, которая сопровождалась снижением производства строительных материалов. По оценке Банка России, прирост валового накопления основного капитала за 2018 г. составит 1,5–2,0%.

Поддержку производственной и инвестиционной активности оказывало смягчение условий кредитования в начале года. Компании также продолжили частично удовлетворять потребность в заимствованиях за счет размещения корпоративных облигаций. Этому способствовали более привлекательные финансовые условия на долговом рынке в сравнении с условиями банковского кредитования в первом полугодии 2018 года. При этом основным

### Структура прироста ВВП по элементам использования

(п.п. к соответствующему кварталу предыдущего года, если не указано иное)

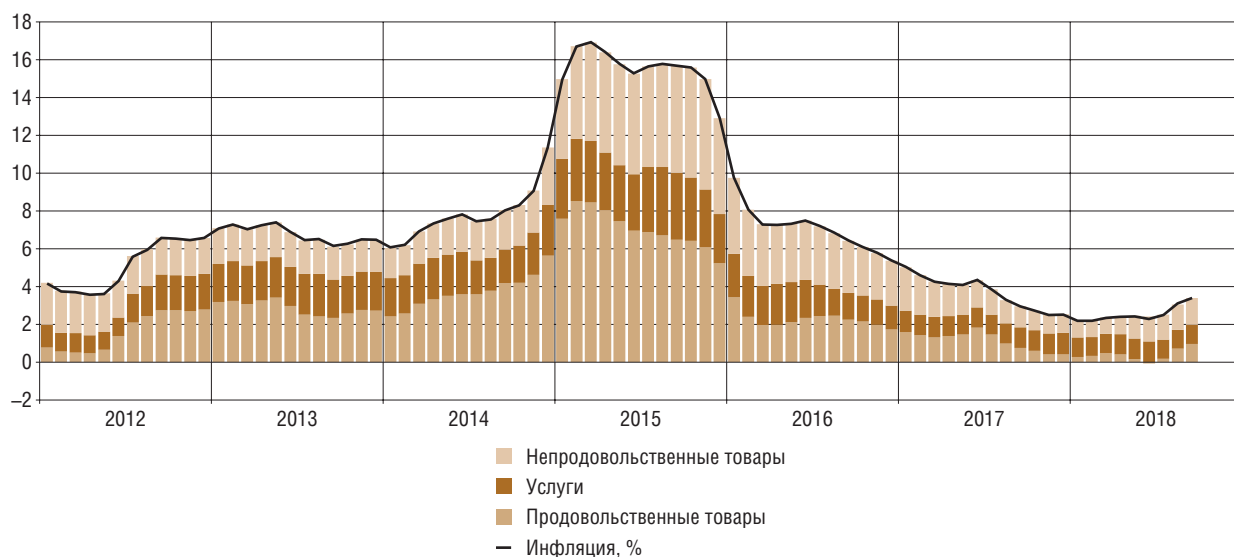


\* Оценка Банка России с учетом пересмотра статистики по промышленному производству с начала 2017 года.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Инфляция и ее компоненты

(п.п. к соответствующему периоду предыдущего года, если не указано иное)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

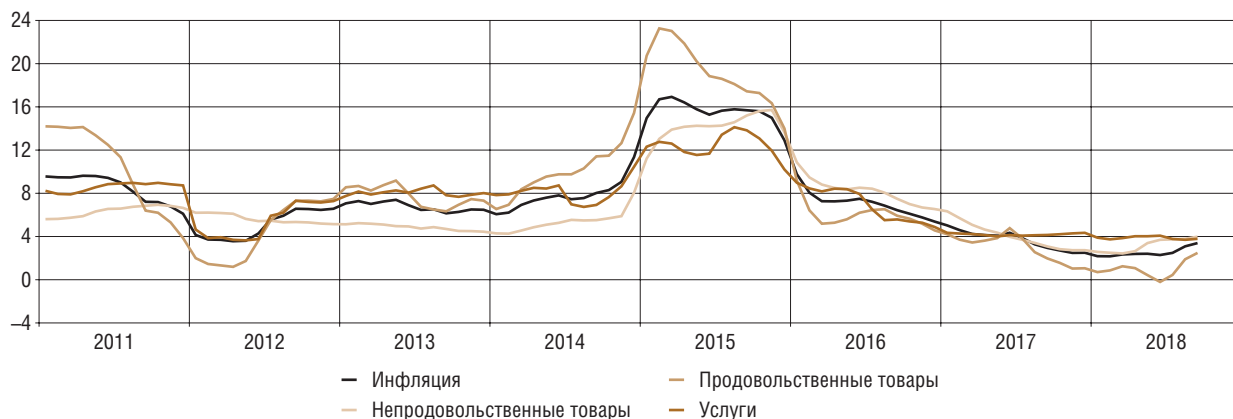
источником инвестиционных расходов компаний по-прежнему оставались собственные средства.

В условиях реализуемой консервативной бюджетной политики и сохранения стратегии бюджетной консолидации рост государственных расходов оставался сдержанным. Он был ограничен повышением доходов в условиях действия бюджетного правила. Это обеспечивало низкие инфляционные риски со стороны бюджетной политики, связанные с возможной корректировкой бюджетных расходов.

**Увеличение внутреннего и внешнего спроса обеспечивало рост экономики. По оценкам Бан-**

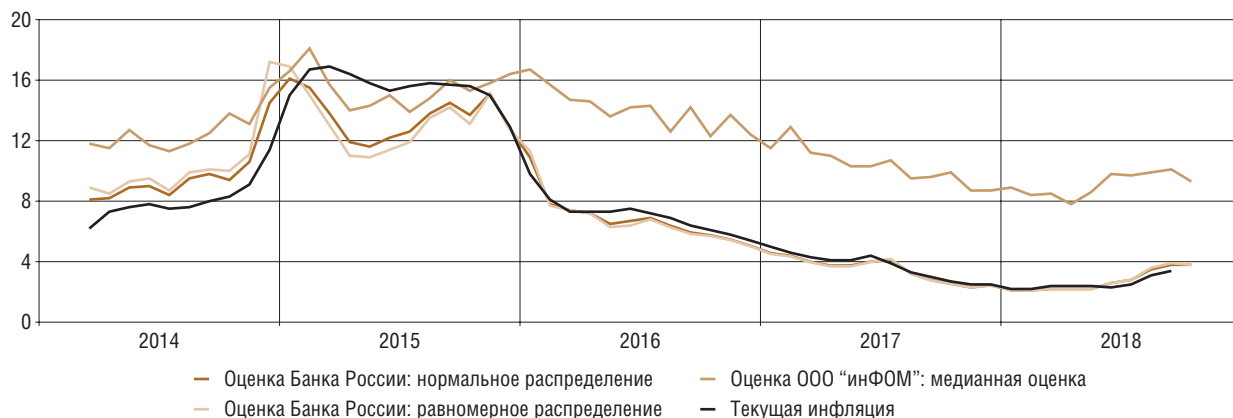
**ка России, годовой темп прироста ВВП в 2018 г. составит 1,5–2,0%.** При этом выпуск в экономике близок к потенциалу, на что в том числе указывает загрузка факторов производства – труда и капитала. Безработица сохраняется на низком уровне (в среднем около 4,8% в январе–сентябре), близком к естественному, то есть экономика функционирует на уровне полной занятости. Загрузка производственных мощностей остается вблизи исторических максимумов (согласно опросам Росстата, Российского экономического барометра (РЭБ) и мониторингу предприятий Банка России). Значи-

### Динамика цен на потребительские товары и услуги (% к соответствующему периоду прошлого года)



Источник: Росстат.

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



Источники: ООО "инФОМ", Росстат, расчеты Банка России.

мое увеличение выпуска за счет вовлечения в производство незадействованных производственных мощностей невозможно, учитывая значительное устаревание большей их части и ограничения со стороны трудовых ресурсов.

Сохранение инфляции ниже 4% (в интервале 2,2–2,4%) в первой половине года было преимущественно связано с влиянием на динамику цен факторов со стороны предложения продовольствия. Высокий урожай предыдущих лет, наращивание производства тепличной продукции, устойчивое развитие молочного и мясного животноводства обеспечивали высокое предложение отечественной сельскохозяйственной продукции на внутреннем рынке. Это сдерживало рост продовольственных цен. Кроме того, конъюнктура мировых рынков продовольственных товаров в целом оставалась благоприятной, не оказывая выраженного проинфляционного давления на цены внутреннего рынка. В этих условиях в январе–мае годовые темпы прироста продовольственных цен не превышали 1,3%, а в июне цены на продовольствие снизились на 0,2%.

Влияние высокого предложения сельскохозяйственной продукции особенно заметно проявлялось в отдельных регионах России с более низким уровнем дохода. Уровень дохода влияет на структуру потребительской корзины: в регионах с более низким уровнем дохода в среднем выше доля продовольственных товаров в потреблении. В результате годовые темпы роста потребительских цен в этих регионах были ниже общероссийского уровня – в среднем около 1,6% в январе–сентябре (Республика Дагестан, Кабардино-Балкарская Республика, Республика Мордовия, г. Севастополь).

Анализируя динамику цен на продовольствие и их влияние на инфляцию в целом, Банк России оценивал характер действия факторов, которые привели к сохранению инфляции заметно ниже 4% в первом полугодии 2018 года. С одной стороны, хороший урожай на фоне благоприятных погодных условий является кратковременным фактором. Ожидается, что в текущем году с учетом данных о ходе уборочной кампании урожай зерновых будет достаточно высоким, но ниже рекордных значений предыдущих двух лет. Это приведет к постепен-

ному повышению темпов роста цен на продукцию переработки зерна и в целом на продовольствие с нехарактерно низких значений. С другой стороны, многолетние инвестиции способствовали росту производственного потенциала агропромышленного комплекса. Данные изменения имеют длительное действие, снижают риски существенных колебаний продовольственных цен. Однако требуется дальнейшее развитие и закрепление данных процессов, что возможно со временем. **Поэтому в первой половине 2018 г. влияние разовых факторов на рынке продовольствия было более существенным, и отклонение инфляции вниз от цели 4% под их влиянием, соответственно, являлось временным. В августе–сентябре по мере исчерпания влияния временных факторов темп прироста продовольственных цен и его вклад в инфляцию начал увеличиваться.**

В начале года поддержанию ценовой стабильности также способствовало снижение инфляционных ожиданий. Вместе с тем сохранялась их чувствительность к действию краткосрочных проинфляционных факторов. Так, хотя инфляционные ожидания населения умеренно отреагировали на рост волатильности курса рубля в апреле, ускорение роста цен на бензин в мае привело к их более значимому росту. В ответ на оба события предприятия скорректировали ценовые ожидания вверх. Второй эпизод ослабления рубля в августе способствовал сохранению инфляционных ожиданий в августе–сентябре на повышенном уровне.

**Наряду с курсовой динамикой, влияние на инфляционные ожидания может оказать увеличение цен из-за объявленного повышения НДС в начале 2019 года.** В наибольшей степени эффект от данной меры проявится в динамике цен в следующем году. Однако возможна некоторая опережающая подстройка цен в текущем году. Ускорение инфляции вследствие повышения НДС и ослабления рубля может привести к устойчивому повышению инфляционных ожиданий, что может способствовать закреплению инфляции на повышенном уровне.

**Прогнозируемое ускорение инфляции вследствие ослабления рубля и повышения НДС в 2019 г., а также их возможное влияние на инфляционные ожидания стали факторами сохранения ключевой ставки на уровне 7,25% годовых в апреле–августе, ее повышения в сентябре до 7,50% годовых и последующего сохранения на этом уровне в октябре.** По оценкам Банка России, в результате повышения НДС и произошедшего с начала года ослабления рубля годовой рост потребительских цен ускорится до 3,8–4,2% в конце 2018 года. В 2019 г. инфляция составит 5–5,5% и вернется к 4% в первой половине 2020 года. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки, принимая во внимание динамику инфляции и экономики относительно прогноза, а также учитывая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансового рынка.

## 4. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2019–2021 ГОДАХ

Банк России рассматривает два основных сценария среднесрочного прогноза развития экономики: базовый и с неизменными ценами на нефть. Они различаются в первую очередь в части внешних условий для российской экономики, так как с ними на среднесрочном горизонте связана наиболее высокая неопределенность. Дополнительно Банк России рассматривает рисковый сценарий, в котором заложено выраженное ухудшение внешних условий.

**Прогнозные сценарии Банка России построены на предпосылках относительно не только внешних, но и ряда внутренних условий.** Это факторы, которые будут оказывать выраженное влияние на экономику и инфляцию в ближайшие годы и, соответственно, формировать объективные условия, в которых будет проводиться денежно-кредитная политика. Большинство этих условий являются общими для всех сценариев. Однако сила и особенности их влияния на экономику и инфляцию могут несколько различаться в зависимости от сценария, что подробнее охарактеризовано ниже.

### Внутренние условия

**Во-первых, к внутренним условиям проведения денежно-кредитной политики относятся структурные факторы.** Это сложившаяся на настоящий момент структура российской экономики, особенности формирования ожиданий и предпочтений российского населения, а также ограничения, связанные с динамикой производственных ресурсов, прежде всего трудовых, так как они в значительной мере обусловлены демографическими тенденциями. Эти особенности могут изменяться, однако на это, как правило, требуется существенное время (выходящее за пределы среднесрочного горизонта), и денежно-кредитная политика не может непосредственно влиять на их изменение.

**Во-вторых, на внутренние условия проведения денежно-кредитной политики воздействуют меры других видов экономической политики.** Реализация этих мер может оказывать существенное влияние на инфляцию, текущие и потенциальные темпы экономического роста, его структуру, создавать дополнительные стимулы к тому или иному поведению населения и бизнеса, что требует учета при проведении денежно-кредитной политики.

**На трехлетнем прогнозном горизонте и за его пределами – в период до 2024 г. – предусмотрена**

**реализация целого ряда мер налогово-бюджетной политики и преобразований<sup>1</sup>, направленных на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений для развития российской экономики** (указанные ограничения Банк России отмечал в ОНЕГДКП 2018–2020 гг.). Это меры, на финансирование которых планируется направлять дополнительно порядка 1% ВВП в год в течение всего прогнозного горизонта (в сумме за 2019–2024 гг. – дополнительно порядка 8 трлн руб., всего с учетом ранее предусмотренных средств – около 13 трлн руб.). К основным направлениям дополнительных расходов относятся, в частности, здравоохранение, образование, демография и социальная политика, наука и культура, развитие несырьевого экспорта, финансирование инфраструктурных инвестиций.

**Во-первых, эффективная реализация данных мер может способствовать повышению потенциальных темпов роста российской экономики.** Оно может происходить в случае улучшения инвестиционного климата, увеличения человеческого капитала и производительности труда, повышения качества управления на всех уровнях как в государственном, так и в частном секторе, стимулирования инвестиционной активности и перехода к инвестиционно ориентированной модели экономического роста. **Во-вторых, успешное осуществление структурных мер одновременно может несколько снизить чувствительность инфляции к отдельным внешним и внутренним факторам.** В частности, это может произойти в результате снижения зависимости российской экономики от экспорта энергетических ресурсов, повышения уровня конкуренции, развития транспортной и логистической инфраструктуры. **В-третьих, запланированные мероприятия могут оказывать определенное влияние на структуру экономического роста.** Они будут направлены в том числе на ускорение роста инвестиций и постепенное увеличение их доли в структуре совокупного выпуска, в частности за счет формирования и использования Фонда развития (в размере порядка 0,5% ВВП в год на прогнозном горизонте).

В то же время меры в указанных направлениях по своей природе имеют достаточно длительные горизонты отдачи: сама по себе реализация таких проектов, как правило, требует достаточно продолжительного времени, а объекты их воздействия – институциональные и структурные характеристики экономики, демографические тенденции – изме-

<sup>1</sup> Социально-экономические мероприятия по реализации Указа Президента Российской Федерации от 07.05.2018 № 204.

няются медленно. **В связи с этим Банк России предполагает, что планируемые бюджетно-налоговые и структурные меры начнут оказывать значимое влияние на темпы и структуру роста российской экономики ближе к концу трехлетнего прогнозного горизонта – в основном в 2021 году.** Затем это влияние продолжит реализовываться и может оказаться наиболее существенным за пределами прогнозного периода. Банк России предполагает, что положительный вклад запланированных мер государственной политики в повышение темпов экономического роста не будет сопровождаться дополнительным повышательным давлением на инфляцию в том случае, если будет происходить соответствующее расширение производственного потенциала российской экономики. При этом конкретная количественная оценка масштабов и сроков влияния пакета мер на экономический рост и инфляцию в настоящее время связана с высокой неопределенностью, так как параметры этого влияния будут зависеть от скорости и эффективности реализации намеченных мер. Эта оценка будет уточняться по мере детализации структуры расходов, набора мероприятий и проектов по отдельным направлениям, а также по ходу их реализации. В связи с этим Банк России дает относительно широкий диапазон прогноза темпов экономического роста в 2021 году.

**Более раннее по срокам и определенное по масштабу влияние на темпы роста экономики на прогнозном горизонте может оказать планируемое повышение пенсионного возраста.** Следствием реализации реформы должно стать ежегодное дополнительное расширение численности занятых в экономике и, соответственно, увеличение темпов прироста ВВП при прочих равных условиях, то есть относительно сценария без повышения пенсионного возраста, не вызывая при этом проинфляционных последствий, так как оно будет сопровождаться соответствующим расширением производственного потенциала. При этом дополнительное ускорение роста ВВП будет умеренным с учетом того, что производительность труда сотрудников старших возрастных категорий немного ниже, чем средний уровень производительности в экономике. По оценкам Банка России, оно составит около 0,1 п.п. в 2019 г. и 0,2–0,3 п.п. в 2020–2021 годах. Увеличение численности занятых лиц предпенсионного возраста окажет сдерживающее влияние на рост заработной платы вследствие увеличения предложения труда, которое смягчит проблему дефицита трудовых ресурсов и компенсирует последствия неблагоприятных демографических тенденций. Дополнительный вклад в это внесут меры Правительства Российской Федерации по поддержанию занятости лиц предпенсионного возраста, повышению человеческого капитала и мобильности трудовых ресурсов. Таким образом, увеличение

пенсионного возраста, сопровождаемое указанными мерами Правительства Российской Федерации, не будет оказывать повышательного влияния на инфляцию.

**Большое значение для закрепления инфляции и инфляционных ожиданий на целевом уровне, а также поддержания умеренного давления на цены со стороны издержек будет иметь сохранение на прогнозном горизонте политики индексации регулируемых тарифов и цен темпами вблизи 4%.** При этом важна последовательная реализация этих принципов как на федеральном, так и на региональном уровне.

**На прогнозном горизонте бюджетная политика продолжит проводиться в рамках бюджетного правила.** Это будет сглаживать реакцию параметров бюджетной политики, валютного курса, экономики и инфляции на колебания мировых цен на нефть: их чувствительность к изменению нефтяных цен сохранится на низких уровнях, достигнутых в 2017–2018 годах. Банк России учитывает это при построении среднесрочного прогноза. Решение о возобновлении регулярных покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках механизма бюджетного правила, приостановленных до конца 2018 г., будет приниматься с учетом фактической обстановки на финансовых рынках. Решение об отложенных в 2018 г. покупках иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься отдельно после возобновления регулярных покупок. Исключительно для целей модельного расчета основных сценариев макроэкономического прогноза Банк России использует допущение об осуществлении отложенных в 2018 г. покупок равномерно в течение всего прогнозного горизонта – 2019–2021 годов. В то же время в случае существенного изменения внешних условий, в частности падения цены на нефть ниже заложенной в бюджетном правиле, могут несколько измениться параметры реализации указанных выше стимулирующих бюджетно-налоговых мер и источников их финансирования, что учитывается при рассмотрении рисков сценария.

Банк России в своем прогнозе учитывает не только прямые эффекты от запланированных социально-экономических мер, но и косвенные. Эти эффекты связаны в том числе с тем, что финансирование преобразований подразумевает как создание дополнительных стимулов для привлечения частных инвестиций, так и увеличение государственных расходов по определенным направлениям. Финансирование дополнительных расходов бюджета (порядка 8 трлн руб. за шесть лет) потребует увеличения объемов размещения государственно-го долга, а также повышения доходной базы – за счет повышения налога на добавленную стоимость (см. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и плановый период 2020 и 2021 годов). **Значимое**

**влияние на инфляцию и инфляционные ожидания на прогнозном горизонте окажет повышение основной ставки НДС с 1 января 2019 г. на 2 процентных пункта.** Масштаб изменения инфляции, однако, будет меньше, чем предполагаемое повышение налога. При его определении Банк России учитывает в том числе вес НДС в структуре розничной цены; количество товаров и услуг в потребительской корзине, облагаемых по льготным ставкам НДС, которые не будут повышены; долю предприятий, не уплачивающих НДС в связи с использованием упрощенной системы налогообложения. По оценкам Банка России, основанным в том числе на изучении аналогичных эпизодов из опыта России и других стран, а также на результатах опроса широкой выборки российских предприятий в июле 2018 г., реакция цен на повышение НДС в основном реализуется в первые месяцы 2019 года.

Первичное влияние повышения НДС на цены будет разовым, то есть приведет к однократному повышению уровня цен. В годовой инфляции этот эффект будет отражаться в течение года, однако текущие темпы роста цен (месячные, квартальные) значимо повысятся только краткосрочно – в первые месяцы 2019 г., а затем снизятся. **В то же время итоговый масштаб влияния повышения НДС на инфляцию будет зависеть от масштаба вторичных эффектов этого события: от того, насколько выраженным и устойчивым окажется повышение инфляционных ожиданий, а также в какой мере производители и организации торговли будут готовы принять часть повышения налога на свои издержки, не перенося их полностью в цены.** Ограничить масштаб переноса повышения НДС в цены может сдержанная динамика потребительского спроса, так как повышение налоговой нагрузки на домохозяйства окажет небольшое отрицательное влияние на динамику потребительской активности населения, преимущественно в начале 2019 года. С учетом всех указанных эффектов Банк России оценивает вклад повышения НДС в годовую инфляцию в 2019 г. на уровне около 1 п.п. (см. приложение 4 и “Доклад об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию”, август 2018 г.).

**Повышательное влияние на инфляцию на прогнозном горизонте окажет также проведение налогового маневра в нефтегазовой отрасли, однако масштаб этого воздействия будет небольшим.** Влияние налогового маневра реализуется как напрямую через непосредственный вклад в инфляцию удорожания бензина и дизельного топлива, так и через косвенные эффекты – за счет

увеличения издержек производства других потребительских товаров и услуг в результате повышения внутренних цен на нефть и нефтепродукты. При этом величина косвенного эффекта оценивается несколько меньше, чем прямого. Совокупный вклад налогового маневра в инфляцию будет отличаться в зависимости от сценария, так как он определяется в том числе динамикой мировых цен на нефть. С ростом цен на нефть вклад налогового маневра в инфляцию увеличивается, а в условиях их снижения – сокращается. По оценкам Банка России, вклад налогового маневра в годовую инфляцию в 2019 г. составит около 0,1 п.п. в базовом сценарии и порядка 0,3 п.п. в сценарии с неизменными ценами на нефть. В 2020 г. в базовом сценарии на фоне снижения мировых цен энергоносителей он может выйти в отрицательную область, а в сценарии с неизменными ценами на нефть будет небольшим положительным. В 2021 г. в условиях отсутствия значимых колебаний цен на нефть вклад в годовую инфляцию в обоих сценариях составит около 0,2 п.п. и будет определяться преимущественно заложенным в проектировки Минфина России изменением параметров налогового маневра. Влияние налогового маневра на темпы экономического роста на прогнозном горизонте, по оценкам Банка России, будет незначительным.

**Дополнительную поддержку формированию благоприятных условий для повышения инвестиционной и экономической активности на прогнозном горизонте будут оказывать меры Банка России, направленные на развитие финансового рынка и эффективное преобразование сбережений населения во внутренние долгосрочные инвестиции.** К ним в том числе относятся мероприятия в части развития стимулирующего регулирования банковского сектора, развития сегмента длинных денег, повышения качества корпоративного управления, развития страхового сектора, сектора доверительного управления и коллективных инвестиций<sup>2</sup>. Банк России учитывает, что данные меры могут иметь выраженное влияние на темпы экономического роста скорее только в совокупности с мерами других направлений экономической политики и также характеризуются длительными горизонтами отдачи. Оценки воздействия этих мер на условия проведения денежно-кредитной политики и экономику в целом будут конкретизироваться по мере детализации набора мероприятий и проектов по отдельным направлениям, а также по ходу их реализации. Деятельность Банка России по повышению финансовой доступности и финансовой грамотности населения<sup>3</sup> может спо-

<sup>2</sup> Рассматриваются в разделе III, пунктах 3, 4, 16, 18 и 19 проекта Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов.

<sup>3</sup> Рассматриваются в разделе III, пунктах 10 и 11 проекта Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов.



способствовать увеличению доли населения, активно вовлеченного в использование финансовых продуктов и услуг, и, соответственно, более эффективному преобразованию внутренних сбережений во внутренние инвестиции. На прогнозном горизонте это может способствовать увеличению действенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и несколько смягчить воздействие таких структурных особенностей российской экономики, ограничивающих силу влияния процентных ставок на поведение населения, как высокая дифференциация доходов и относительно небольшая доля среднего класса в России (см. ОНЕГДКП 2018–2020 гг.). Меры Банка России по совершенствованию регулирования рынка производных финансовых инструментов<sup>4</sup>, используемых в целях хеджирования, будут способствовать повышению устойчивости российских организаций к колебаниям конъюнктуры финансовых рынков.

По мере повышения доступности рыночного фондирования Банк России может продолжить реализацию стратегии выхода из применения специализированных инструментов рефинансирования. Этот процесс будет поэтапным, перспективы и скорость его реализации будут зависеть от дальнейшего повышения доступности рыночных источников финансирования и в целом изменения внешних и внутренних условий, влияющих на кредитную, инвестиционную и экономическую активность. Важным принципом будет неухудшение условий по ранее предоставленным кредитам.

**Банк России предполагает, что инфляционные ожидания на прогнозном горизонте останутся чувствительными к разовым событиям, оказывающим влияние на инфляцию.** В большей мере это касается ожиданий населения. Им, как правило, свойственна наибольшая инерционность, то есть ориентированность на предыдущие значения, и они продолжают испытывать влияние длительного периода более высокой и волатильной инфляции, предшествовавшего моменту перехода Банка России к таргетированию инфляции на уровне 4%. Особенно выраженной может быть реакция инфляционных ожиданий на эпизоды ускорения роста цен, тогда как на снижение инфляции они могут реагировать слабее или с большим лагом. К изменению ожиданий могут привести как всплески инфляции в целом (под влиянием таких факторов, как курсовая динамика или меры государственного регулирования), так и динамика цен на отдельные товары массового спроса под действием локальных факторов, затрагивающих только конкретные рынки. В связи с этим Банк России предполагает, что на прогнозном горизонте, особенно в его начале, даже разовые по

своей природе проинфляционные события, в том числе вызванные факторами со стороны предложения, будут порождать вторичные эффекты и, соответственно, требовать учета при проведении денежно-кредитной политики. Под влиянием стабилизации инфляции вблизи 4%, а также активной информационной политики Банка России и мер, направленных на повышение финансовой грамотности (см. раздел 1 и Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов (проект), в среднесрочном периоде продолжится постепенное закрепление ожиданий всех групп участников экономики вблизи 4% и снижение их чувствительности к разовым колебаниям цен.

## Внешние условия

**Внешние условия на прогнозном горизонте характеризуются достаточно высокой степенью неопределенности – как со стороны перспектив развития мировой экономики и структуры ее роста, так и в сфере экономической политики ключевых экономик, включая денежно-кредитную, бюджетно-налоговую и внешне-торговую.** Эти факторы могут оказывать влияние на потоки капитала, объемы международной торговли, цены на мировых товарных и финансовых рынках. Высокая неопределенность, которая делает рынки более чувствительными к изменениям настроений и ожиданий участников, может приводить к краткосрочным всплескам волатильности на мировых финансовых рынках в течение прогнозного горизонта.

**Банк России предполагает, что внешние условия в целом в среднесрочном периоде будут сдерживающими или нейтральными для российской экономики в зависимости от сценария.** При этом их влияние на внутренние экономические условия, рост выпуска и инфляцию будет сглаживаться действием мер государственной макроэкономической политики, включая бюджетное правило и политику Банка России в рамках режима таргетирования инфляции. Сохранение макроэкономической и финансовой стабильности, а также устойчивости государственных финансов обеспечит более низкую уязвимость российской экономики к колебаниям на мировых финансовых рынках по сравнению со многими странами с формирующимися рынками.

Воздействие внешних факторов на условия проведения денежно-кредитной политики будет происходить по нескольким каналам. Инфляционное давление в основных странах – торговых

<sup>4</sup> Рассматриваются в разделе III, пункте 3 проекта Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов.

партнерах, которое, как ожидается, останется невысоким на протяжении всего прогнозного горизонта, будет транслироваться в динамику внутренних цен через стоимость импорта. Темпы роста мировой экономики будут одним из ключевых факторов, определяющих скорость расширения российского экспорта. В основных сценариях, рассматриваемых Банком России, предпосылки о динамике экономического роста и инфляции в странах – торговых партнерах России в целом соответствуют прогнозам ключевых международных организаций.

Динамика внешних процентных ставок на прогнозном горизонте будет формироваться в значительной мере под влиянием процессов нормализации денежно-кредитной политики в развитых экономиках. В базовом сценарии и сценарии с неизменными ценами на нефть Банк России закладывает постепенное повышение ключевой процентной ставки ФРС США до 3,25–3,5% на конец 2020 г. и ее сохранение на этом уровне в 2021 году. Изменение внешних ставок в совокупности с изменением премии за риск для вложений в российские активы будет оказывать влияние на трансграничные потоки капитала и, соответственно, курс рубля. Устойчивые в долгосрочном периоде изменения внешних ставок и премии за риск Банк России также будет учитывать при оценке уровня нейтральной процентной ставки. При этом на уровень премии за риск будут оказывать влияние факторы, общие для стран с формирующимися рынками, включая склонность международных инвесторов к риску, перспективы роста развитых и развивающихся экономик, и специфические для России, в том числе геополитические факторы. Банк России закладывает сохранение введенных в отношении России в 2014–2018 гг. международных санкций в течение всего прогнозного горизонта.

**Значимое влияние на российскую экономику продолжит оказывать конъюнктура мирового рынка энергоносителей, учитывая сохранение их относительно высокой доли в российском экспорте.** Оно будет реализовываться как напрямую – через объемы экспорта, так и косвенно – через динамику потоков капитала, поскольку динамика цен на нефть в значительной мере определяет оценку иностранными инвесторами перспектив роста российской экономики и, соответственно, привлекательности вложений в российские активы и риск-премии для них.

Конъюнктура мирового рынка энергоносителей будет формироваться под влиянием соотношения факторов со стороны спроса, включая темпы роста ключевых экономик и мировой экономики в целом, и факторов со стороны предложения, которые в большей мере зависимы от решений основных стран – экспортеров энергоресурсов, а также подвержены влиянию геополитических факторов.

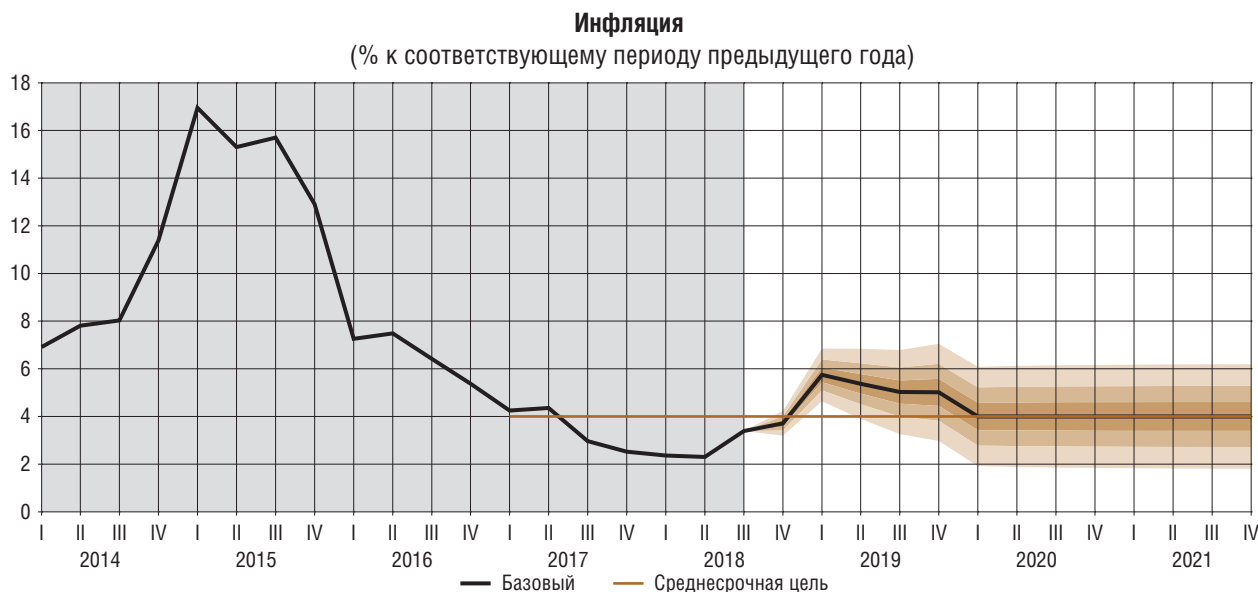
Совокупность указанных факторов формирует высокий уровень неопределенности на мировом рынке нефти.

С учетом отмеченного сохранения высокой неопределенности относительно изменения внешнеэкономической конъюнктуры на прогнозном горизонте Банк России рассматривает два основных сценария развития внешних условий и дополнительно рисковый сценарий, различающиеся в том числе в части предпосылок относительно траектории мировых цен на нефть.

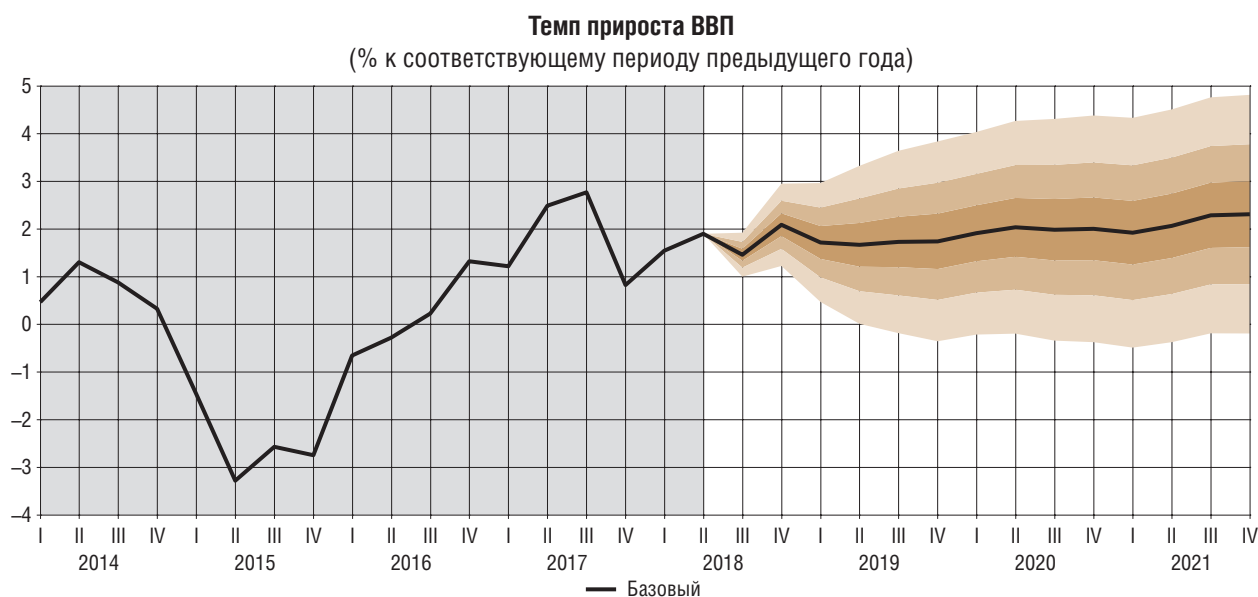
## Базовый сценарий

**В базовом сценарии Банк России, сохраняя консервативный подход к формированию предпосылок и опираясь на оценки наиболее вероятного варианта развития событий, закладывает устойчивый экономический рост в странах – торговых партнерах, постепенную нормализацию денежно-кредитной политики в развитых экономиках и плавное снижение цен на нефть с текущего уровня свыше 70 долл. США за баррель до 55 долл. США за баррель в 2020–2021 годах.** Такая траектория цен на нефть может сложиться под влиянием постепенного сворачивания договоренностей стран – экспортеров энергоресурсов об ограничении добычи нефти, смягчение параметров которых уже было начато в середине текущего года, а также устойчивого расширения предложения сланцевой нефти. При этом в условиях действия бюджетного правила снижение цен на нефть будет оказывать ограниченное влияние на экономику.

В 2019 г. наиболее значимое влияние на ценовую динамику будет оказывать повышение НДС. Ослабление рубля, произошедшее в 2018 г., также продолжит отражаться на уровне годовой инфляции в первой половине года. Отмеченное сохранение чувствительности инфляционных ожиданий к разовым факторам может усиливать воздействие курсовой динамики и повышения НДС на темпы роста цен. Под действием указанных факторов годовая инфляция в 2019 г. временно превысит 4%, достигнув пика в I квартале. При этом уже с II квартала 2019 г. влияние отмеченных факторов на текущую ценовую динамику начнет затухать, и уже во втором полугодии квартальные аннуализированные темпы инфляции приблизятся к 4%. **Однако годовая инфляция будет снижаться в течение года более медленно под действием эффекта повышения НДС. На конец 2019 г. она составит 5,0–5,5%.** Для того чтобы ограничить масштаб и длительность вторичных эффектов повышения НДС и курсовой динамики и обеспечить стабилизацию инфляции вблизи 4% в среднесрочной перспективе, Банку России потребуется проводить



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



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

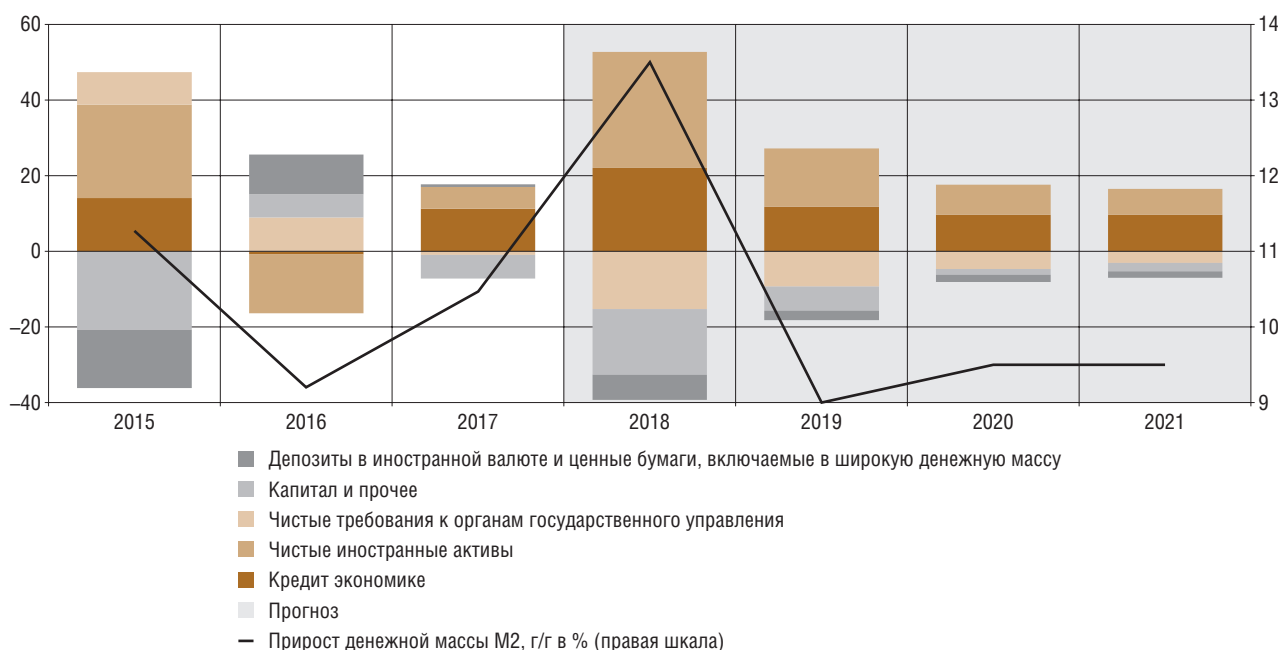
более жесткую денежно-кредитную политику, чем оценивалось ранее.

Динамика спроса в 2019 г. не будет оказывать повышательного давления на инфляцию. В течение года, преимущественно в первой его половине, ряд факторов будет оказывать небольшое сдерживающее влияние на рост внутреннего спроса. К ним относятся повышение НДС, замедление роста доходов экономики от экспорта в результате постепенного снижения цен на нефть, а также некоторое

замедление роста кредитования на фоне сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России и пересмотра рыночных ожиданий относительно скорости перехода к нейтральной политике. По оценкам Банка России, прирост конечного потребления домашних хозяйств в этих условиях замедлится до 1,0–1,5% в 2019 году<sup>5</sup>. Сдерживающее воздействие повышения НДС на инвестиционную активность окажется более краткосрочным и уже в 2019 г. будет компенсировано ростом инве-

<sup>5</sup> Оценка Банком России динамики показателя в 2018 г. приведена в таблице «Основные параметры прогнозных сценариев Банка России» в разделе 4.

**Декомпозиция прироста денежной массы в национальном определении**  
(вклады компонент в темпы прироста денежной массы в национальном определении\*, п.п.)



\* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа прироста денежной массы в национальном определении, соответствующего середине прогнозного диапазона.

Источник: расчеты Банка России.

стиционного спроса со стороны государственного сектора. В результате, по оценкам Банка России, годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2019 г. может сложиться несколько выше, чем в 2018 г., и составит 1,8–2,3%<sup>6</sup>. Постепенное сворачивание договоренностей стран – экспортеров энергоресурсов об ограничении добычи нефти окажет дополнительную поддержку росту экспорта в реальном выражении, по итогам 2019 г. его прирост, по оценкам Банка России, составит 3,2–3,7%. Динамика спроса на импортные товары в целом будет соответствовать динамике внутренней потребительской и инвестиционной активности с учетом динамики курса рубля, темпы прироста импорта в 2019 г. замедлятся до 2,5–3,0%<sup>7</sup>.

**Под влиянием всех указанных факторов темпы роста экономики по итогам 2019 г. составят 1,2–1,7%, оставаясь вблизи потенциальных.**

**В первой половине 2020 г. по мере полного исчерпания проинфляционных эффектов повышения НДС и курсовой динамики, оказывавших влияние на инфляцию и инфляционные ожидания в 2019 г., темпы прироста потребительских цен в годовом выражении вернуться к 4%.** Ожидаемая динамика инфляции и инфляционных ожиданий создаст условия для смягчения денежно-кредитной политики в конце 2019 – начале 2020 года.

В течение 2020–2021 гг. в условиях стабилизации внешнеэкономической конъюнктуры и сохра-

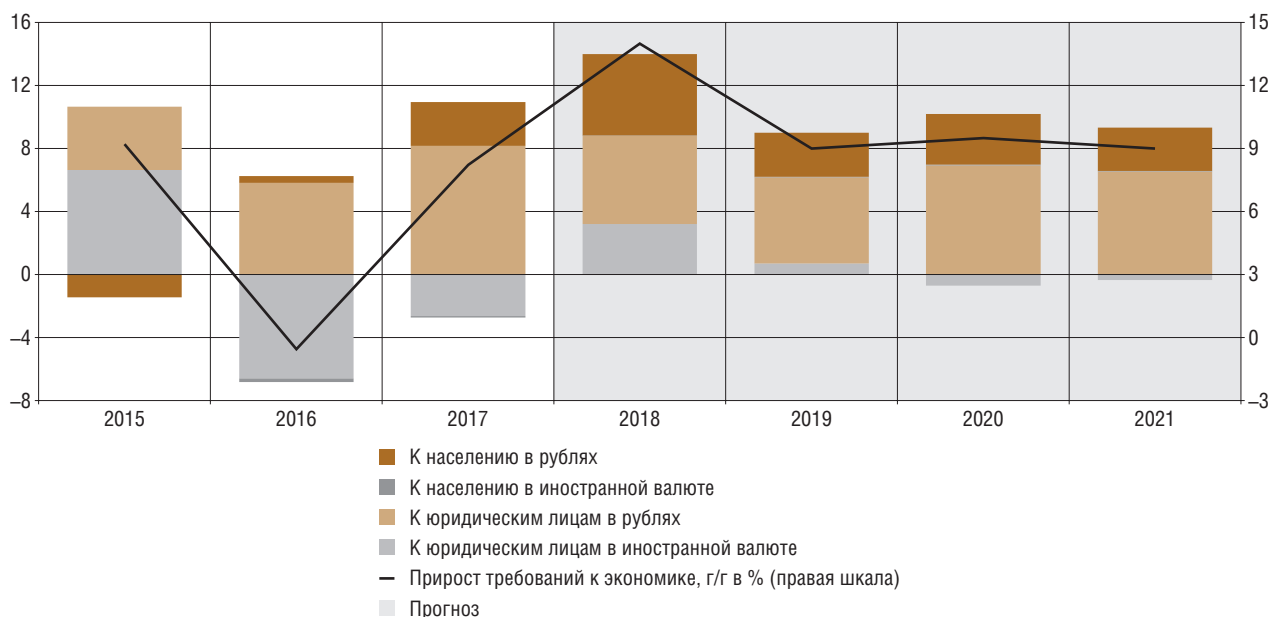
нения темпов роста экономики вблизи потенциальных, что не будет формировать дополнительного давления на цены со стороны спроса, инфляция будет находиться вблизи 4%.

Постепенное смягчение денежно-кредитной политики, положительное влияние повышения пенсионного возраста на динамику числа занятых в экономике и постепенное накопление положительного эффекта мер бюджетно-налоговой политики в 2020–2021 гг. окажут дополнительную поддержку росту внутреннего спроса, и прежде всего инвестиционного. В совокупности с положительным влиянием стабилизации внешних условий на ожидания и настроения предприятий это будет способствовать ускорению роста инвестиционной активности, в результате чего годовые темпы прироста валового накопления основного капитала составят 3,0–3,5% в 2020 г. и 3,5–4,5% в 2021 году. Годовые темпы прироста расходов домашних хозяйств на конечное потребление в этот период также увеличатся до 1,5–2,0% в 2020 г. и 2,5–3,0% в 2021 году. Стабильный рост внутреннего спроса обусловит расширение импорта темпами 3,5–4,0% в 2020 г. и 4,5–5,0% в 2021 году. Меры по стимулированию инвестиций могут дополнительно усиливать спрос на импорт товаров инвестиционного назначения. Значимую поддержку экономическому росту в 2020–2021 гг. продолжит оказывать прирост физических объемов экспорта в диапазоне 2,7–3,2% в условиях

<sup>6</sup> См. сноску 5.

<sup>7</sup> См. сноску 5.

### Декомпозиция прироста требований к экономике (вклад в прирост требований\* к экономике, п.п.)



\* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа прироста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного диапазона.

Источник: расчеты Банка России.

сохранения устойчиво положительных темпов роста спроса со стороны стран – торговых партнеров. Одновременно развитию несырьевого сегмента экспорта, в том числе связанного с экспортом высокотехнологичных товаров, будет способствовать также постепенная реализация комплекса мер бюджетно-налоговой политики на период до 2024 года.

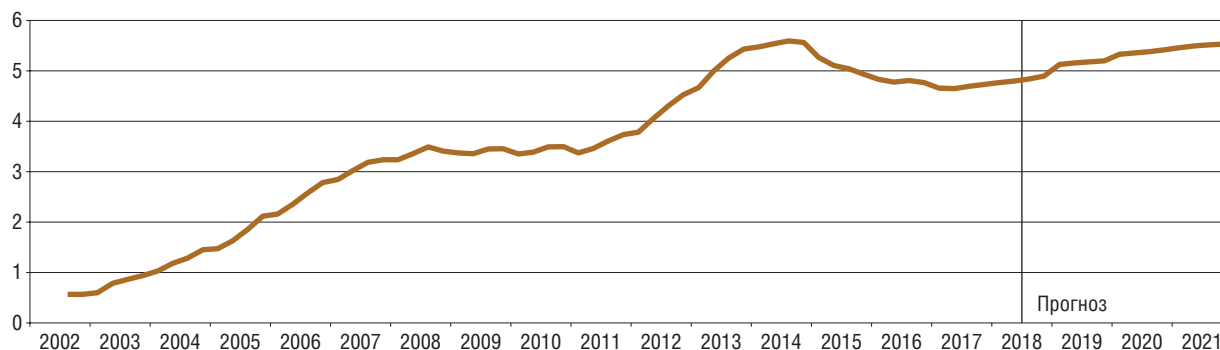
В результате темп прироста совокупного выпуска будет постепенно повышаться к концу прогнозного горизонта и составит 1,8–2,3% в 2020 г. и 2–3% в 2021 году. При этом в базовом сценарии Банк России ожидает, что при поддержке эффективной реализации мер налогово-бюджетной политики и структурных реформ ускорение роста будет обеспечиваться преимущественно повышением производственного потенциала российской экономики. Таким образом, расширение внутреннего спроса не будет оказывать дополнительно проинфляционного воздействия и не потребует корректировки денежно-кредитной политики.

В то же время если развитие ситуации в 2020–2021 гг. будет отличаться от указанных предположений Банка России и повышательное влияние наращивания государственных расходов на потребительский спрос будет существенно опережать влияние на производственный потенциал, то ускорение экономического роста может сопровождаться повышательным давлением на инфляцию. Банк России будет уделять большое внимание оценке краткосрочных и долгосрочных эффектов планируемых налогово-бюджетных мер, уточняя масштаб и характер их влияния на экономику и инфляцию по мере их детализации и осуществления.

Что касается динамики денежных и кредитных агрегатов на прогнозном горизонте, то она продолжит поддерживать экономическую активность, не создавая дополнительного проинфляционного давления в экономике. Кредитная активность продолжит расширяться темпами, соответствующими повышению платежеспособного спроса и не создающими рисков для ценовой или финансовой стабильности. Неценовые условия кредитования будут смягчаться постепенно, отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке заемщиков и принятию рисков. Кредит останется основным драйвером изменения денежного предложения. Темпы роста денежной массы и кредита экономике в среднесрочной перспективе сблизятся, в том числе по мере сокращения профицита бюджета на прогнозном горизонте в условиях снижения цен на нефть. В 2019–2021 гг. требования к экономике и денежная масса будут увеличиваться годовым темпом 7–12% (о других денежно-кредитных показателях см. Приложение 6). Уровень монетизации экономики, характеризуемый отношением денежной массы в национальном определении к номинальному ВВП, продолжит устойчиво увеличиваться и достигнет 52–57% на конец прогнозного периода (на конец 2018 г. – около 45%).

В структуре требований по-прежнему основную долю будут занимать рублевые заимствования организаций. Темп прироста требований к организациям в 2019–2021 гг. составит 6–10%. Замедление их роста на прогнозном горизонте обусловлено ограниченным пространством для смягчения денежно-кредитных условий в силу нахождения их

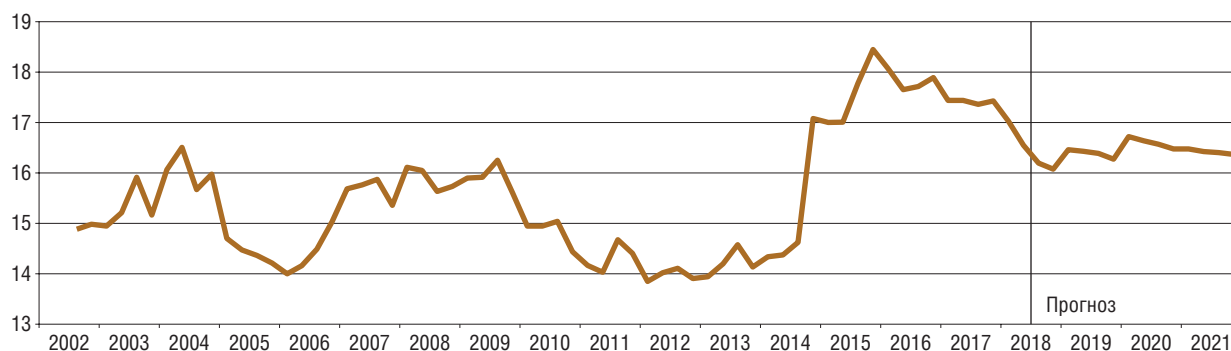
**Долговая нагрузка населения\***  
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



\* На прогнозе долговая нагрузка рассчитана для объема требований, соответствующего середине прогнозного интервала.

Источник: расчеты Банка России по данным форм банковской отчетности, Росстата.

**Долговая нагрузка юридических лиц\***  
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



\* На прогнозе долговая нагрузка рассчитана для объема требований, соответствующего середине прогнозного интервала.

Источник: расчеты Банка России по данным форм банковской отчетности, Росстата.

вблизи нейтральных уровней, а также постепенной “разгрузкой” балансов компаний от накопленных кредитов и займов, в том числе в иностранной валюте. Благодаря умеренным темпам прироста кредитной активности долговая нагрузка в корпоративном секторе на прогнозном горизонте стабилизируется вблизи своих относительно устойчивых уровней около 16% ВВП, не создавая угроз для финансовой стабильности в экономике.

Долговая нагрузка физических лиц, напротив, будет постепенно расти, возвращаясь на уровни, соответствующие устойчивой восходящей траектории, сложившейся в долгосрочной перспективе. Темп прироста требований к физическим лицам будет в дальнейшем постепенно замедляться – до 12–17% в 2019 г. и 10–15% на среднесрочном горизонте. Рост долговой нагрузки населения будет соответствовать темпам увеличения реальных доходов и потому не будет сопровождаться накоплением рисков финансовой стабильности в экономике. К концу прогнозного периода долговая нагрузка физических лиц составит 5,0–5,5% ВВП. В случае возникновения дисбалансов на отдельных сегмен-

тах кредитного рынка Банк России будет нивелировать их мерами макропруденциальной политики.

Рассмотренные тенденции в динамике внутреннего и внешнего спроса в совокупности с изменением цен на мировых товарных рынках найдут отражение в соответствующей динамике показателей платежного баланса в 2019–2021 годах. В условиях постепенного снижения цен на нефть в рамках базового сценария сальдо счета текущих операций платежного баланса останется устойчиво положительным на всем горизонте. Вместе с тем ожидается, что за счет сжатия стоимостного объема экспорта при снижении цены нефти профицит текущего счета будет уменьшаться и составит 2–3% ВВП в 2020–2021 гг. после 7% ВВП в 2018 году. Сальдо финансового счета по частному сектору также будет снижаться с 4% ВВП в 2018 г. до менее 1% ВВП в 2020–2021 гг. на фоне уменьшения выплат частного сектора России по внешнему долгу и некоторого снижения возможностей российских компаний для зарубежного инвестирования в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта.

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

	2017 (факт/оценка)	2018		2019		2020		2021	
		Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	53	72	72	63	75	55	75	55	75
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	2,5	3,8-4,2	3,8-4,2	5,0-5,5	5,0-5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,5	2,9-3,1	2,9-3,1	5,0-5,5	5,0-5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт <sup>1</sup>	1,8	1,5-2,0	1,5-2,0	1,2-1,7	1,5-2,0	1,8-2,3	1,8-2,3	2,0-3,0	2,0-3,0
Расходы на конечное потребление — домашних хозяйств	2,5 3,3	2,0-2,5 2,5-3,0	2,0-2,5 2,5-3,0	1,0-1,5 1,0-1,5	1,2-1,7 1,3-1,8	1,5-2,0 1,5-2,0	1,8-2,3 2,0-2,5	2,0-2,5 2,5-3,0	2,0-2,5 2,5-3,0
Валовое накопление — валовое накопление основного капитала	9,3 4,9	-(1,5-0,5) 1,5-2,0	-(1,5-0,5) 1,5-2,0	1,5-2,5 1,8-2,3	2,0-3,0 2,0-2,5	2,5-3,5 3,0-3,5	3,0-4,0 3,0-3,5	3,5-4,5 3,5-4,5	3,5-4,5 3,5-4,5
Экспорт	6,0	5,5-6,0	5,5-6,0	3,2-3,7	3,2-3,7	2,7-3,2	2,7-3,2	2,7-3,2	2,7-3,2
Импорт	17,4	4,0-4,5	4,0-4,5	2,5-3,0	3,5-4,0	3,5-4,0	3,5-4,0	4,5-5,0	4,5-5,0
Денежная масса в национальном определении	10,5	12-15	12-15	7-11	8-12	7-12	9-13	7-12	9-13
Кредит экономике (организациям и населению) в рублях и иностранной валюте <sup>2</sup>	8,2	13-15	13-15	7-11	8-12	7-12	7-12	7-12	7-12
— кредит нефинансовым и финансовым организациям в рублях и иностранной валюте, приrost в % за год	7,1	10-12	10-12	7-10	8-11	6-10	6-10	6-10	6-10
— кредит населению в рублях и иностранной валюте, приrost в % за год	12	21-24	21-24	12-17	13-18	10-15	11-16	10-15	10-15

<sup>1</sup> Данные за 2017 г. — оценка Банка России с учетом пересмотра Росстатом данных по промышленному производству.

<sup>2</sup> Под кредитом экономике со стороны банковского сектора подразумеваются все требования банковского сектора к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и доле-вые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Источник: Банк России.

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

	2017	2018		2019		2020		2021	
		Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть
<b>Счет текущих операций</b>	<b>33</b>	<b>111</b>	<b>111</b>	<b>95</b>	<b>131</b>	<b>60</b>	<b>121</b>	<b>53</b>	<b>113</b>
Торговый баланс	115	193	193	175	213	143	209	138	205
Экспорт	354	444	445	423	463	403	480	416	497
Импорт	-238	-251	-251	-249	-251	-259	-271	-277	-292
Баланс услуг	-31	-31	-31	-30	-28	-30	-31	-31	-34
Экспорт	58	65	65	65	68	67	71	69	74
Импорт	-89	-96	-96	-95	-96	-96	-102	-100	-108
Баланс первичных и вторичных доходов	-51	-51	-51	-51	-54	-53	-56	-55	-57
Счет операций с капиталом	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>33</b>	<b>111</b>	<b>111</b>	<b>95</b>	<b>131</b>	<b>60</b>	<b>121</b>	<b>53</b>	<b>113</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-14</b>	<b>-72</b>	<b>-73</b>	<b>-24</b>	<b>-41</b>	<b>-14</b>	<b>-34</b>	<b>-11</b>	<b>-31</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	13	-6	-6	1	3	2	4	3	5
Частный сектор	-28	-66	-67	-25	-44	-15	-38	-14	-36
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов ("+" - снижение, "-" - рост)</b>	<b>-23</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>	<b>-70</b>	<b>-90</b>	<b>-46</b>	<b>-87</b>	<b>-41</b>	<b>-82</b>

\* В знаках РПБ5.

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

Источник: Банк России.

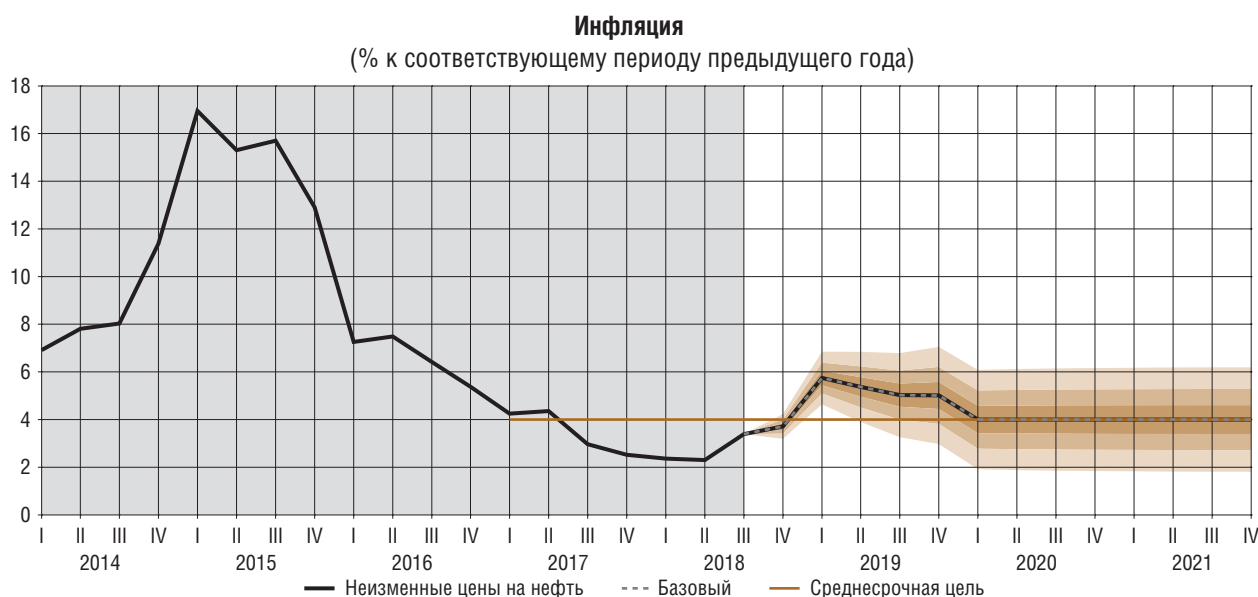


## Сценарий с неизменными ценами на нефть

Сценарий с неизменными ценами на нефть в значительной мере близок к базовому сценарию, в том числе в силу того, что влияние динамики цен на нефть на российскую экономику на прогнозном горизонте продолжит сглаживаться применением бюджетного правила.

Основное отличие его от базового сценария заключается в факторах формирования картины экономики в 2019 году. Сохранение неизменных цен

на нефть приведет к более высокому курсу рубля в сравнении с базовым сценарием. С одной стороны, это окажет понижающее давление на инфляцию через эффект переноса валютного курса. С другой стороны, приведет к удешевлению импортных товаров, таким образом оказывая поддержку потребительскому и инвестиционному спросу. Более быстрое, чем в базовом сценарии, расширение внутреннего спроса как домашних хозяйств, так и фирм окажет некоторое повышающее давление на инфляцию, масштаб которого практически полностью компенсирует понижающее влияние че-

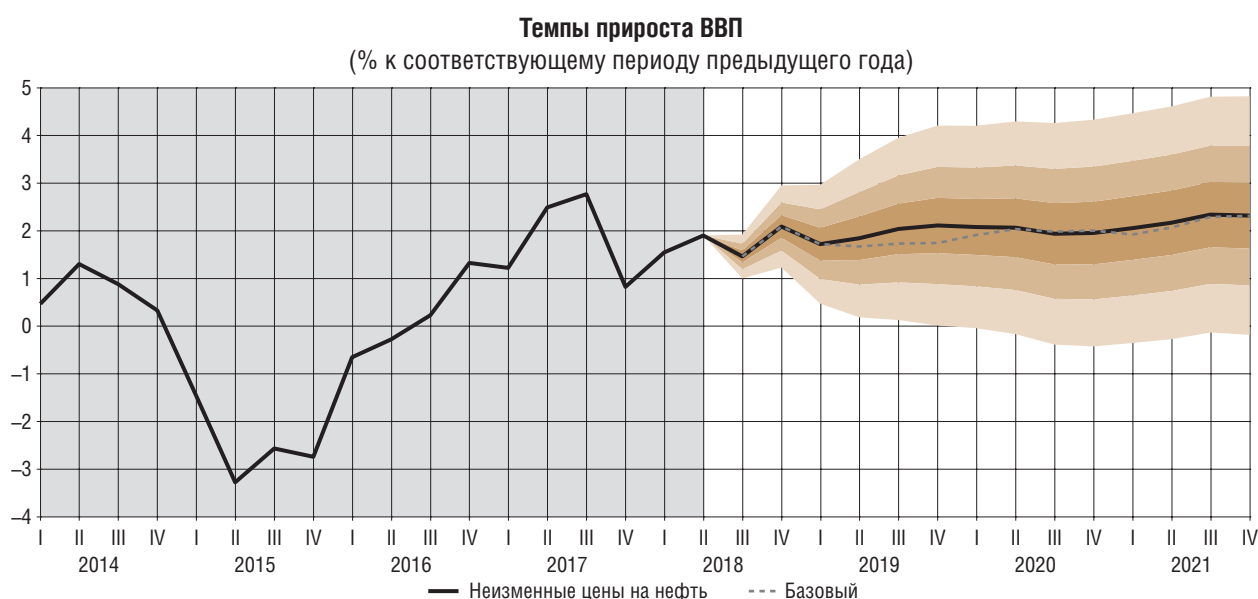


Примечание. Затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции.

Градации цвета отражает интервалы вероятности.

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

Источник: расчеты Банка России.



Примечание. Затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП.

Градации цвета отражает интервалы вероятности.

Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП.

Источник: расчеты Банка России.

рез эффект переноса валютного курса. **В результате в 2019 г. темп прироста потребительских цен сложится вблизи уровней базового сценария Банка России. В этих условиях денежно-кредитная политика также будет близка к проводимой в базовом сценарии. Темп прироста ВВП в 2019 г. будет несколько выше уровней базового сценария и составит 1,5–2,0%.**

В дальнейшем на прогнозном горизонте динамика как инфляции, так и экономической активности будет совпадать с оценками базового сценария. Более значительное расширение экономической активности во второй половине прогнозного горизонта возможно в случае более быстрой и эффективной реализации структурных преобразований в российской экономике по сравнению с оценками базового сценария. Действие бюджетного правила и стабильные, превышающие базовый уровень мировые цены на нефть будут способствовать формированию профицита бюджета в 2018 г. и на всем прогнозном горизонте.

Динамика кредитных и денежных агрегатов также не покажет существенных изменений по сравнению с базовым сценарием. Темп прироста кредита экономике сложится вблизи оценок базового сценария, составив 8–12% в 2019 г. и 7–12% в среднесрочной перспективе. Наиболее значимым отличием является более длительное, чем в базовом сценарии, сохранение относительно высоких темпов прироста требований к населению на прогнозном горизонте. Поддержку кредитной активности населения, как и в базовом сценарии, будет оказывать преимущественно динамика доходов. Это будет способствовать поддержанию платежеспособного спроса на кредит и уровня долговой нагрузки, не создающего рисков для финансовой стабильности. Под влиянием несколько более быстрого увеличения чистых иностранных активов банковской системы в сценарии с неизменными ценами на нефть темп прироста денежной массы на прогнозном горизонте может сложиться на несколько более высоком уровне по сравнению с темпом прироста кредита. По оценкам Банка России, в 2019 г. денежная масса возрастет на 8–12%, в 2020–2021 гг. – на 9–13%. Повышение уровня монетизации в сценарии с неизменными ценами на нефть также будет сопоставимым с базовым сценарием.

Сохранение мировых цен на нефть на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, окажет дополнительную поддержку динамике стоимостных объемов экспорта, тогда как динамика импорта будет близка к базовому сценарию. В результате сальдо счета текущих операций платежного баланса на всем прогнозном горизонте превысит уровень базового сценария и составит 8% ВВП в 2019 г. и 5–6% ВВП в 2020–2021 годах. Сальдо финансового счета по частному сектору также сложится выше, чем в базовом сценарии, и составит 2–3% ВВП в

2019–2021 годах. Этому будет способствовать несколько большее расширение иностранных активов российских компаний и банков в условиях более существенного роста доходов от экспорта на фоне сохранения высокой цены на нефть.

## Рисковый сценарий

В рисковом сценарии заложены предпосылки о значительном ухудшении внешних условий для российской экономики, более слабой динамике роста мировой экономики и объемов международной торговли по сравнению с базовым сценарием. Это может быть связано с комплексом неблагоприятных событий, которые могут реализоваться в той или иной комбинации. К их числу относятся существенное расширение внешнеторговых ограничений, ухудшение макроэкономической ситуации в странах с развивающимися рынками и повышение оттока капитала из них, риски дальнейшего расширения международных санкций в отношении России.

Замедление роста глобальной экономики может привести к структурно более слабому мировому спросу на энергоносители, чем в рамках базового сценария. В рисковом сценарии заложено снижение цены на нефть до 35 долл. США за баррель в 2019 г. и ее сохранение на этом уровне в дальнейшем, что предполагает неспособность стран – экспортеров энергоресурсов сохранить договоренности об ограничении добычи.

Отмеченные выше события могут привести к существенному росту премии за риск на российские активы и ускоренному оттоку капитала в 2019 году. Усиление оттока капитала в совокупности с давлением на текущий счет под влиянием ухудшения условий торговли может привести к краткосрочному сокращению внутреннего спроса, ослаблению рубля, росту курсовых и инфляционных ожиданий. Инфляционные риски обусловят необходимость ужесточения денежно-кредитной политики для ограничения роста инфляционных ожиданий и стабилизации финансового рынка. Помимо изменения ключевой ставки, Банк России может использовать и другие инструменты для смягчения последствий усиленного оттока капитала и стабилизации ситуации на финансовом рынке. В 2019 г. при условии реализации рисковом сценарии вероятно более существенное ускорение роста цен, чем в базовом сценарии, а также выход темпов прироста ВВП в отрицательную область. При этом действие бюджетного правила сгладит влияние ухудшения условий торговли на экономику. В соответствии с действующим механизмом выпадение нефтегазовых доходов бюджета в результате более низкой цены на нефть, чем заложено в бюджетном правиле, будет компенсировано из ФНБ. Банк России в рамках

бюджетного правила будет осуществлять соответствующие операции по продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. В дальнейшем на прогнозном горизонте по мере адаптации к изменившимся макроэкономическим условиям ожидается возврат темпов роста выпуска в положительную область в 2020 г., а к концу прогнозного горизонта – в 2021 г. – они приблизятся к уровням базового сценария. При этом инфляция приблизится к целевому уровню Банка России уже к концу 2020 года.

В части бюджетной политики в рисковом сценарии существует неопределенность с исполнением планов по финансированию дефицита, в том числе

в части рыночных источников финансирования, что связано с ограниченными возможностями размещения ОФЗ и еврооблигаций в запланированных объемах. При этом, даже несмотря на стабилизирующее действие бюджетного правила, в целом бюджетная политика будет оказывать умеренно сдерживающее влияние на внутренний спрос.

В случае реализации рискового сценария Банк России будет внимательно отслеживать уровень рисков для финансовой стабильности, которые могут быть связаны с повышенной волатильностью на финансовом рынке, и будет готов в случае необходимости задействовать все имеющиеся в его распоряжении инструменты для их ограничения.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1

#### Влияние низкой инфляции на жизнь людей и условия ведения бизнеса

Согласно опросам, по мере снижения инфляции и закрепления ее на низком уровне острота проблемы роста цен для населения постепенно снижается. В то же время рост цен по-прежнему находится среди основных проблем, которые беспокоят россиян.

- Согласно опросу ООО “инФОМ”, с 2016 по 2018 г. рост цен на товары и услуги переместился с первого на третье место среди проблем, беспокоящих население, и доля указавших его в опросе снизилась с 51 до 40%.
- Согласно опросу Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ), с 2016 по 2018 г. значимость инфляции как проблемы для населения снижалась, и в настоящее время она находится на 10-м месте (в 2016 г. она находилась на 4-м месте).



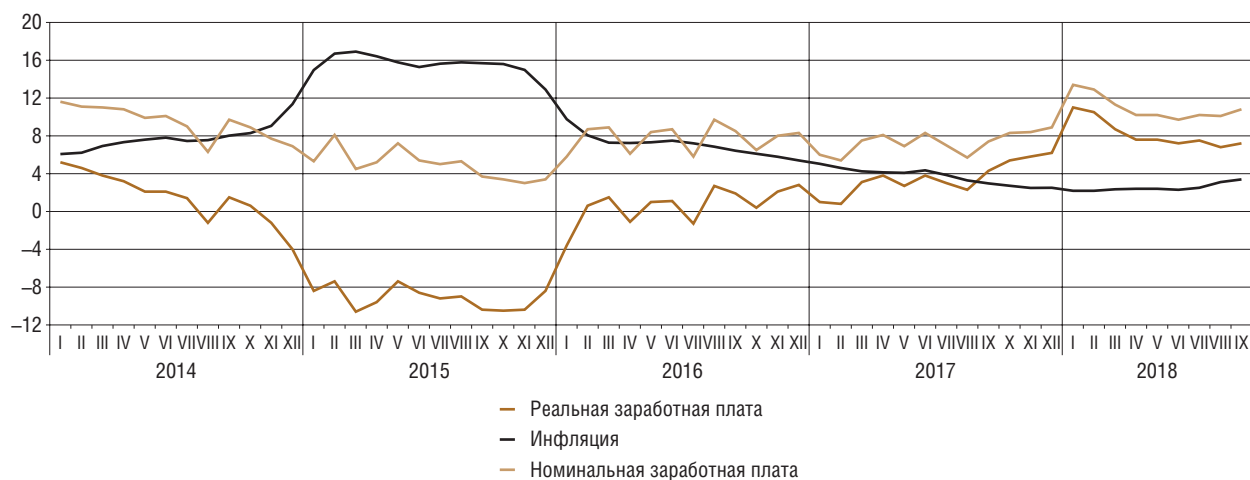
\* Опрос проводится на ежемесячной основе. Приведены средние за год доли ответов респондентов, отметивших данную проблему.  
Источник: ООО “инФОМ”.



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

Источник: ВЦИОМ.

### Динамика заработной платы (% к соответствующему периоду предыдущего года)



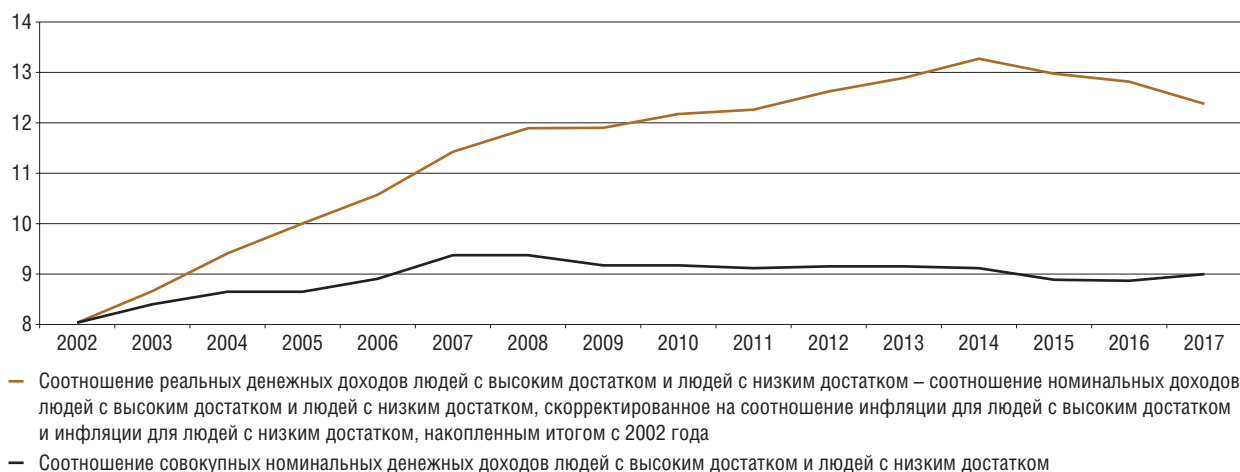
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Динамика инфляции для населения с низким и высоким достатком (% к соответствующему периоду предыдущего года)

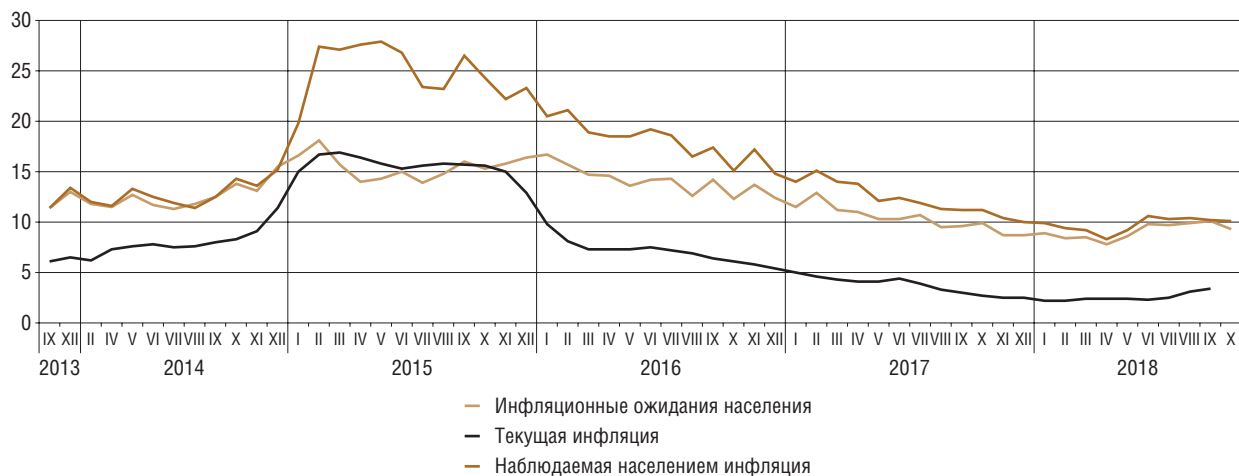


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

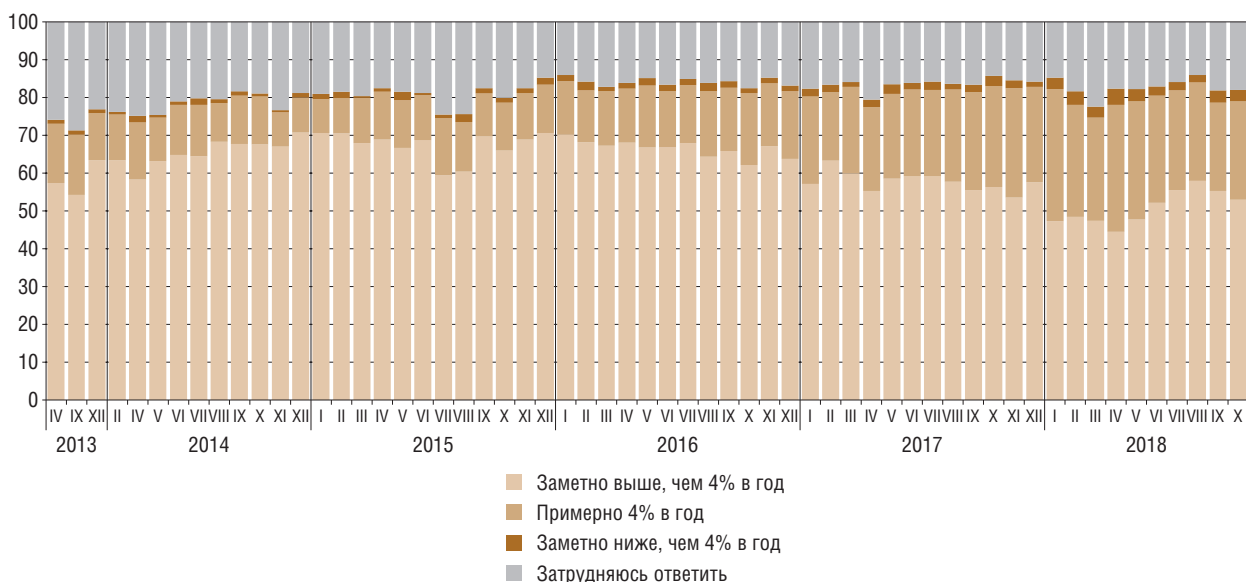
### Соотношение денежных доходов населения с низким и высоким достатком (%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Оценки инфляционных ожиданий на год вперед  
(%)

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

Ожидания относительно уровня инфляции к концу 2018 года\*  
(доля респондентов, отметивших ответ, в % от всех опрошенных)

\* Формулировка вопроса меняется от опроса к опросу, отражая текущую формулировку цели по инфляции Банка России. Текущая формулировка вопроса: «По официальным данным, в 2017 г. рост цен в России составил 2,5%. Банк России намерен добиваться, чтобы к концу 2018 г. рост цен не превышал 4% в год. Как Вы считаете, будет ли рост цен к концу 2018 г. таким, как планирует Центральный банк?». Предыдущая формулировка была такой: «По официальным данным, в 2016 г. рост цен в России составил 5,4%. Центральный банк РФ намерен добиться, чтобы к концу 2017 г. рост цен не превышал 4% в год. Как Вы считаете, будет ли рост цен к концу 2017 г. таким, как планирует Центральный банк?». Варианты ответов: «заметно выше, чем 4% в год»; «заметно ниже, чем 4% в год»; «примерно 4% в год»; «затрудняюсь ответить».

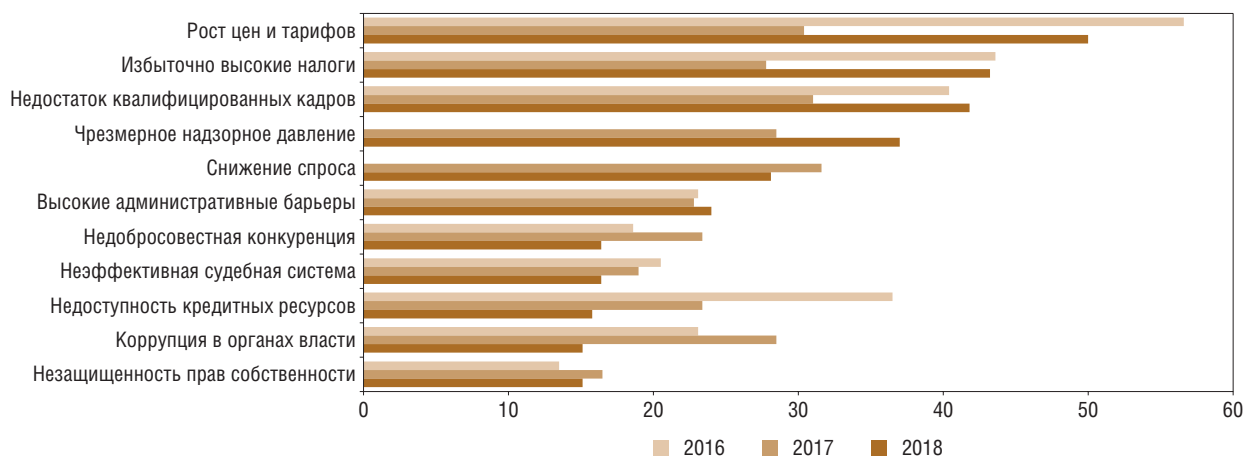
Источник: ООО «инФОМ».

Низкая инфляция защищает доходы населения от инфляционного обесценения. Результатом высокой инфляции в 2015–2016 гг. стало обострение проблемы низких заработных плат, пенсий и других доходов. По данным опросов ВЦИОМ и ООО «инФОМ», острота указанных проблем выросла в 2016–2017 годах. Закрепление инфляции вблизи 4% позволило смягчить проблему низких заработных плат, пенсий и других доходов. Уже в 2018 г. наблюдалось снижение доли респондентов, отметивших низкий уровень заработных плат как одну из проблем по опросам ВЦИОМ и ООО «инФОМ», и респондентов, отметивших низкие пенсии как одну из проблем по опросу ВЦИОМ.

Существенное снижение инфляции в последние годы также внесло вклад в рост реальной заработной платы.

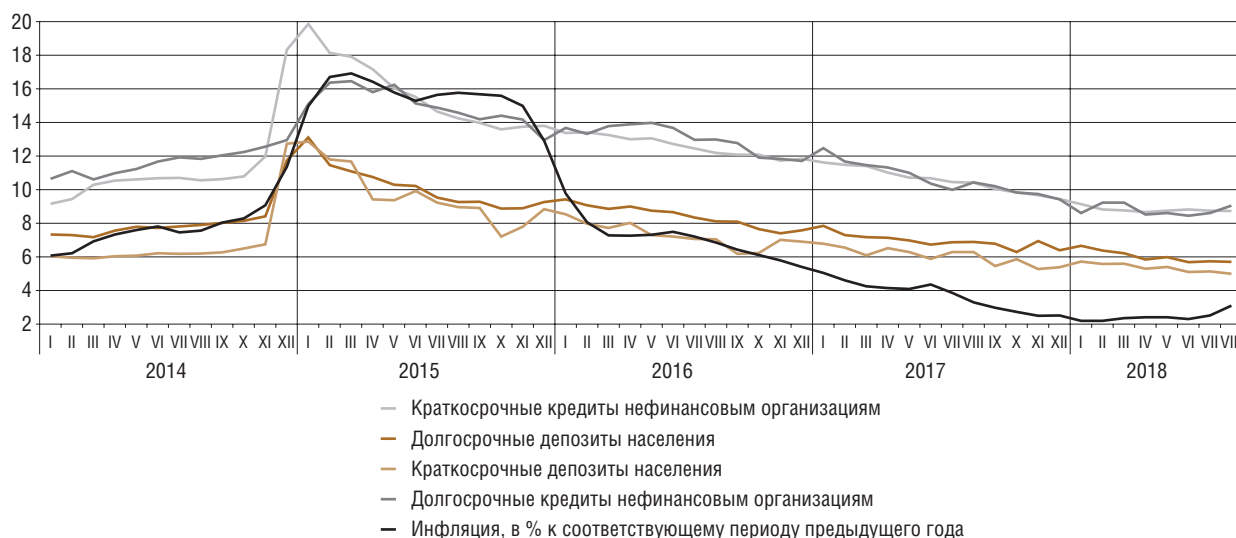
При этом низкая и стабильная инфляция особенно важна для финансового благополучия людей с низким уровнем достатка. В ответ на рост цен они не могут сократить потребление или переключиться на дешевые аналоги товаров, поскольку потребляют самое необходимое и дешевое. В результате рост цен

### Проблемы, беспокоящие российский бизнес (опросы РСПП, %)



Источник: доклад РСПП о состоянии делового климата.

### Динамика процентных ставок по основным банковским операциям и инфляции (% годовых, если иное не указано)



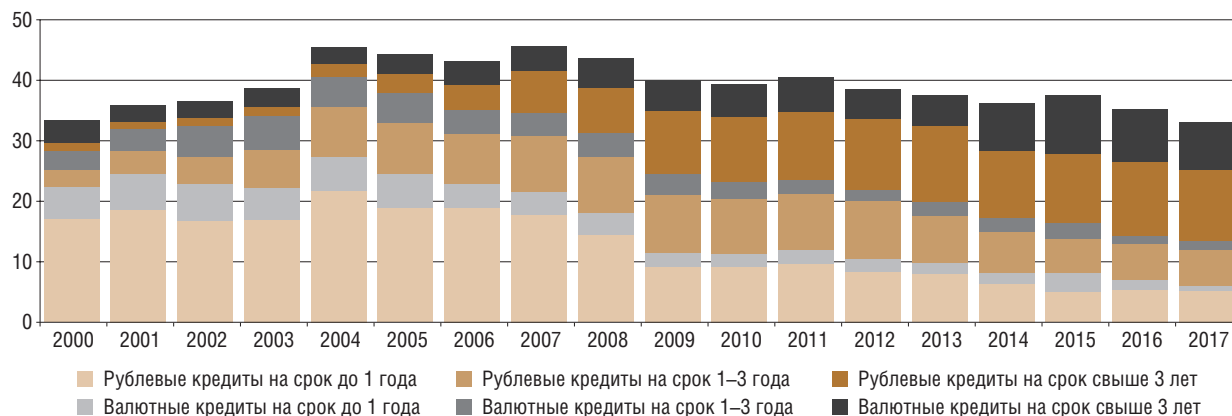
Источник: Банк России.

ведет к серьезному ухудшению условий их жизни. При этом в периоды высокой инфляции набор товаров и услуг, потребляемых людьми с низким достатком, обычно дорожает быстрее набора, потребляемого людьми с высоким достатком. Так, в России, за исключением отдельных коротких периодов, в 2003–2015 гг. в условиях высокой инфляции темпы роста цен для людей с низким достатком опережали темпы роста цен для людей с высоким достатком<sup>1</sup>. По мере снижения инфляции и закрепления ее вблизи 4% темп удорожания набора товаров и услуг для людей с низким достатком стал меньше темпа удорожания набора товаров и услуг для людей с высоким достатком.

При этом, поскольку номинальные доходы людей с низким достатком относительно стабильны, их реальные доходы в периоды высокой инфляции растут медленнее или сокращаются быстрее, чем доходы людей с высоким уровнем достатка. На это указывает анализ соотношения доходов 20% людей с наиболее высокими доходами и 20% людей с наиболее низким уровнем дохода. Так, хотя разница в номинальных доходах этих двух групп оставалась стабильной, разница в их реальных доходах существенно увели-

<sup>1</sup> В основную корзину для людей с низким достатком были включены хлеб, мясо, молочная продукция, яйца, макароны, овощи, чай, табак, алкоголь, услуги жилищно-коммунального хозяйства (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. Затем веса были нормированы так, чтобы сумма весов составила 100%. Основная корзина для людей с высоким достатком состоит из всех товаров корзины ИПЦ, при этом веса скорректированы так, что веса тех товаров, которые входят в корзину для людей с низким достатком, в 2,5 раза меньше, а веса остальных товаров пропорционально увеличены, чтобы сумма весов составила 100%.

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



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

чивалась в период высокой инфляции с 2002 по 2015 год. По мере снижения инфляции и закрепления ее вблизи 4% данная разница снижалась, что является одним из важных условий социальной стабильности.

О том, что население уже ощутило произошедшее замедление инфляции, свидетельствует снижение их инфляционных ожиданий до минимального значения с момента начала мониторинга, а также увеличение доли респондентов, ожидающих инфляцию на уровне около 4%.

Для российских компаний инфляция по-прежнему остается основной проблемой (согласно опросу Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП), что, вероятно, связано с ростом издержек компаний в условиях повышения цен на продукцию добывающих отраслей.

В целом низкая и стабильная инфляция способствует повышению доступности долгосрочных заемных средств для финансирования проектов, что благоприятно для ведения бизнеса. Во-первых, на формирование ставок по кредитам оказывают влияние ставки по депозитам, поскольку доходы от кредитов банков должны окупить расходы по депозитам. В свою очередь, если ставки по депозитам опускаются ниже инфляции, привлекательность депозитных операций для вкладчиков снижается. Чтобы сохранить вкладчиков, банки устанавливают депозитные ставки с учетом инфляции. Поэтому в условиях низкой и стабильной инфляции при прочих равных условиях ставки по кредитам формируются на более низком уровне, чем в условиях высокой инфляции. Снижение инфляции и инфляционных ожиданий финансового рынка в последние годы способствовало снижению процентных ставок по кредитам.

Во-вторых, низкая и стабильная инфляция способствует повышению готовности банков предоставлять долгосрочные рублевые кредиты. Высокая инфляция является источником процентных рисков для банков, поскольку в случае роста инфляции стоимость банковских пассивов растет быстрее, чем доходность банковских активов. Чтобы застраховать себя от процентных рисков, связанных с высокой инфляцией, банки предпочитают предоставлять краткосрочные кредиты или выдавать кредиты в иностранной валюте. Так, еще в первой половине 2000-х гг. доля краткосрочных рублевых кредитов в портфеле банковского сектора составляла около 50%, а более половины всех кредитов организациям сроком свыше 1 года предоставлялось в иностранной валюте. Со второй половины 2000-х гг., когда инфляционное давление стало ослабевать, банки начали более охотно предоставлять рублевые кредиты на длительные сроки. В 2017 г. доля рублевых кредитов сроком свыше 1 года в портфеле банковских кредитов достигала около 50%.



## Приложение 2

### Канал издержек: анализ российского опыта

*Центральный банк, изменяя ключевую ставку, влияет на динамику цен главным образом через внутренний спрос. На практике это воздействие может ослабляться из-за влияния изменения ключевой ставки на процентные издержки компаний и частичного переноса компаниями данных издержек в цены товаров. В академической литературе и исследованиях это влияние принято условно называть каналом издержек. Масштаб переноса процентных издержек в цены зависит от множества факторов: степени использования компаниями заемных средств, способности компаний контролировать рост процентных издержек, чувствительности спроса на продукцию компаний к изменению ее цены и конкуренции на рынке в целом. Опросы компаний и количественные исследования свидетельствуют о том, что в последние годы в России влияние изменения процентных ставок на цены товаров и услуг через внутренний спрос значительно усилилось, перекрывая возможное влияние изменения процентных ставок по каналу издержек. Таким образом, в настоящее время Банк России эффективно воздействует на цены через внутренний спрос, используя для этого ключевую ставку.*

Центральный банк влияет на динамику цен опосредованно, через совокупность макроэкономических взаимосвязей – трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Устанавливая ключевую ставку, Банк России оказывает воздействие на процентные ставки на различных сегментах финансового рынка, что отражается на доступности заемных средств и склонности к сбережениям, влияет на внутренний спрос и в конечном счете на инфляцию. В то же время изменение процентных ставок сказывается на стоимости заимствований для компаний и ведет к изменению их процентных издержек. Часть производителей учитывает изменение издержек при установлении цен, что отражается на инфляции. В академической литературе и исследованиях этот механизм получил условное название “канал издержек”. Изменения внутреннего спроса и изменения издержек компаний в условиях снижения или повышения ключевой ставки влияют на цены разнонаправленно. Так, при росте процентных ставок внутренний спрос снижается, что способствует замедлению инфляции. Рост процентных издержек из-за повышения процентных ставок, наоборот, оказывает повышательное давление на цены. Чем слабее выражен канал издержек, тем больше у центрального банка возможностей, используя ключевую ставку, стабилизировать инфляцию вблизи цели.

Существует ряд причин, по которым действие канала издержек ограничено:

- рост процентных ставок может не в полной мере сказаться на издержках фирмы;
- изменение издержек может не отразиться на ценах производителей;
- масштаб влияния изменения издержек на цены будет небольшим.

Во-первых, только часть инвестиций и оборотного капитала компании финансируется из заемных средств, поэтому рост процентных ставок отражается на издержках компаний не в полной мере, а пропорционально доле заемного финансирования. Отечественные фирмы, как правило, используют собственные средства для финансирования инвестиций. По данным опроса Банка России<sup>1</sup>, 28% предприятий не пользуются кредитами, а по данным Росстата<sup>2</sup>, доля банковских кредитов в источниках финансирования инвестиций у крупных и средних компаний в 2017 г. составила около 11%.

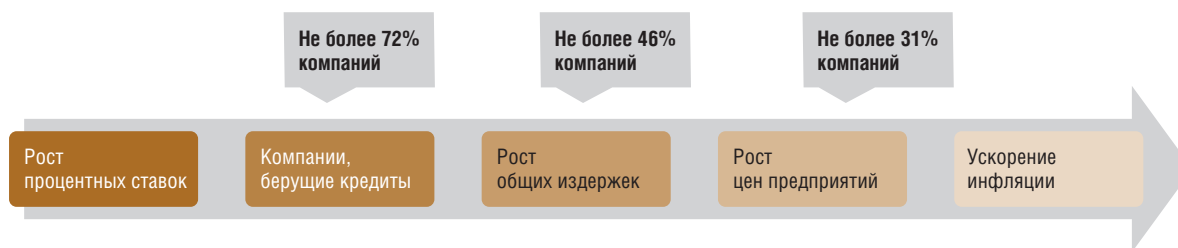
Во-вторых, те компании, которые частично финансируют инвестиции и оборотный капитал из заемных средств, привлекают средства по фиксированным ставкам. По данным Банка России, средняя доля кредитов по фиксированным ставкам в общем объеме кредитов составляет около 85%. При росте процентных ставок банки, как правило, не пересматривают условия старых договоров, поэтому повышение процентных ставок по кредитам отражается на издержках фирм не сразу. Чем более устойчивы финансы компании и меньше ее просроченная задолженность, тем она более способна привлекать долгосрочные кредиты и снижать влияние роста процентных ставок на издержки.

В случае роста процентных ставок по мере истечения срока привлеченных ранее заимствований и замещения их новыми и более дорогими процентные расходы предприятия будут расти, но у компаний будет время и возможность найти способ ограничить рост общих издержек. Прежде всего компании могут оптимизировать затраты на маркетинг и рекламу, административные расходы и другое. По данным опроса Банка России, больше половины компаний будут оптимизировать издержки при повышении их процентной составляющей для сохранения общего уровня издержек. Компании также могут снизить процентные издержки, сокращая использование заемных средств и в большей мере ориентируясь на собственные

<sup>1</sup> Здесь и далее в тексте приложения приводятся результаты опроса компаний, проведенного Банком России совместно с Ассоциацией корпоративных казначеев в мае 2018 года.

<sup>2</sup> [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/#](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/#).

### Результаты опроса компаний, проведенного Банком России совместно с Ассоциацией корпоративных казначеев



средства для финансирования проектов или получая средства по другим каналам (кредиты других организаций, бюджетные средства и прочее).

В-третьих, рост процентных издержек может не привести к росту цен в условиях высокой конкуренции на рынке и ограничений со стороны спроса. Это подтверждают данные опроса Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации<sup>3</sup>. Повышение цен ведет к потере доли рынка: для 60% компаний рост цен на 15% приведет к снижению объема продаж более чем на 15%, причем у 21% продажи упадут почти до нуля. Стремясь сохранить долю рынка, предприятия могут предпочесть снизить прибыль, реализовав продукцию по старым ценам. Или они могут снижать убытки, уменьшая объем продаж. Это также подтверждается данными опроса Банка России: столкнувшись с ростом издержек, 54% компаний оставят цены прежними по причине высокой конкуренции и ограничений со стороны спроса.

Не все компании будут повышать цены в ответ на рост процентных издержек. По данным опроса Банка России, таких компаний не более 31%. Это прежде всего представители отраслей с невысокой конкуренцией, спрос на продукцию которых слабо чувствителен к изменению цен. Например, ряд предприятий топливно-энергетического комплекса, транспортного машиностроения и сферы производства и распределения электроэнергии, газа, воды (согласно результатам опроса Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации). При этом ценовая политика части таких компаний ограничивается установленными темпами индексации тарифов. В ходе опроса Банка России ряд респондентов из данных отраслей отмечали, что могут изменять цены только в установленных пределах.

Таким образом, далеко не все компании в ответ на рост процентных ставок повысят цены, поскольку у них могут отсутствовать кредиты, либо большая часть кредитов будет привлечена по фиксированным ставкам на длительный срок, либо они предпочтут снизить прибыль вместо повышения цен в условиях высокой конкуренции и ограничений со стороны спроса.

С помощью математических моделей на уровне экономики в целом трудно оценить силу канала спроса и канала издержек по отдельности – можно определить лишь результирующее воздействие денежно-кредитной политики на инфляцию. В теоретических работах высказывается мнение, что канал издержек может проявлять себя в форме “парадокса цен” (price puzzle) – увеличения цен в ответ на рост процентной ставки<sup>4</sup>. При этом данное увеличение имеет краткосрочный характер. Однако ряд авторов считают, что обнаружение “парадокса цен” является следствием применения определенного исследовательского инструментария, а не отражением экономической действительности<sup>5</sup>. Во-первых, центральные банки могли повышать процентную ставку на фоне ускорения инфляции. Это могло происходить либо из-за их стремления снизить инфляцию в будущем при быстром росте текущей инфляции из-за непредвиденных факторов, либо из-за того, что центральный банк реагировал не на будущую инфляцию, а на текущую. Однако для того чтобы меры регулятора подействовали и инфляция начала снижаться, требовалось время. Меры денежно-кредитной политики не успевали подействовать на текущую инфляцию, и создавалось впечатление, что цены растут из-за увеличения процентной ставки центральным банком. Во-вторых, в зависимости от стремления центрального банка больше снижать инфляцию либо сильнее поддерживать экономику степень его реакции на ускорение инфляции могла меняться со временем. В какие-то периоды он мог незначительно повышать ставку в ответ на существенное ускорение инфляции. В этом случае меры центрального банка влияли на нее слабее, инфляция снижалась медленнее. Это также создавало впечатление, что инфляция растет в ответ на рост процентной ставки. В более поздних работах учитываются эти эффекты, поэтому “парадокс цен” в них либо не обнаруживался, либо имел экономический смысл и мог свидетельствовать о функционировании канала издержек<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> См. доклад “Оценка состояния конкурентной среды в России” (2017 г.) на официальном сайте Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации.

<sup>4</sup> Barth III M.J., Ramey V.A. “The cost channel of monetary transmission”. NBER macroeconomics annual. 2001.

<sup>5</sup> Sims C.A. “Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy”. European economic review. 1992. № 36.

<sup>6</sup> Balke N.S. et al. “Understanding the price puzzle”. Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review, Fourth Quarter. 1994.

Исследование на российских данных показывает, что “парадокс цен” был выраженным до 2010-х гг., а после 2013 г. он отсутствует<sup>7</sup>. В процессе перехода к режиму таргетирования инфляции Банк России начал воздействовать на спрос в экономике через процентные ставки. Формирование коридора процентных ставок, управление ликвидностью банковского сектора и другие меры, направленные на сближение краткосрочных ставок денежного рынка с ключевой ставкой, ориентировали участников рынка на динамику ключевой ставки. Постепенно ценообразование на финансовом рынке начало в большей мере зависеть от динамики ключевой ставки. Выросло внимание к сигналам Банка России. Они также стали влиять на формирование процентных ставок в экономике<sup>8</sup>. Процентные ставки, в свою очередь, определяли динамику кредита, внутреннего спроса и в итоге динамику цен. В результате возросло влияние денежно-кредитной политики через внутренний спрос на инфляцию.

Международные исследования также подтверждают, что в условиях таргетирования инфляции масштаб влияния на цены изменения процентных ставок по каналу издержек существенно снижается<sup>9</sup>.

Дальнейшему усилению влияния на цены через воздействие на внутренний спрос будут способствовать следующие практики Банка России:

- Повышение доверия к денежно-кредитной политике центрального банка посредством следования принципу информационной открытости.
- Расширение учета субъектами экономики цели по инфляции при принятии решений и снижение инфляционных ожиданий через расширение охвата коммуникации по денежно-кредитной политике и повышение ее адресности, а также закрепление инфляции вблизи цели.

Кроме того, снижению влияния изменения процентной ставки на цены по каналу издержек будет способствовать развитие конкуренции на рынках конечной продукции. В настоящее время территориальные учреждения Банка России участвуют в разработке методики проведения мониторинга состояния и развития конкурентной среды на рынках субъектов Российской Федерации, а также в разработке мер по повышению конкуренции.

Таким образом, согласно опросам предприятий и исследованиям по экономике, канал издержек в настоящее время слабо выражен и в целом не препятствует реализации денежно-кредитной политики, направленной на поддержание ценовой стабильности.

<sup>7</sup> Шестаков Д.Е. Канал издержек денежно-кредитной трансмиссии в российской экономике // Деньги и кредит. 2017. № 9.

<sup>8</sup> Papadamou et al. (2014) также показывает, что прозрачность действий регулятора при инфляционном таргетировании увеличивает эффективность канала спроса (Papadamou S. et al. “Does central bank transparency affect stock market volatility?”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2014. № 31).

<sup>9</sup> Florio (2018) показывает, что для стран, таргетирующих инфляцию, парадокса цен и, соответственно, преобладания канала издержек не наблюдается. Barth и Ramey (2001) также выявили, что сильнее всего парадокс цен для США проявляется в период с 1959 по 1979 г., а в период с 1983 по 2000 г. (когда проводилась политика, направленная на достижение ценовой стабильности через управление внутренним спросом) ослабевает (Florio A. et al. “Unmoored expectations and the price puzzle”. University of Pavia, Department of Economics and Management. 2018. № 154).

## Приложение 3

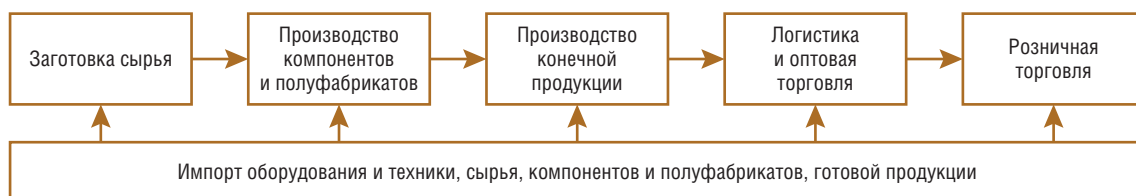
### Немонетарные факторы инфляции: региональный анализ

Немонетарные факторы оказывают значительное влияние на динамику инфляции как в России в целом, так и в отдельных регионах. Региональный анализ показывает, что основные немонетарные факторы инфляции связаны с несовершенством институциональной среды, инфраструктуры, а также со структурными особенностями отдельных отраслей. Хотя немонетарные факторы находятся вне зоны влияния денежно-кредитной политики, реализация ряда предложений Банка России государственными органами позволит уменьшить влияние немонетарных факторов на динамику цен и будет способствовать поддержанию ценовой стабильности.

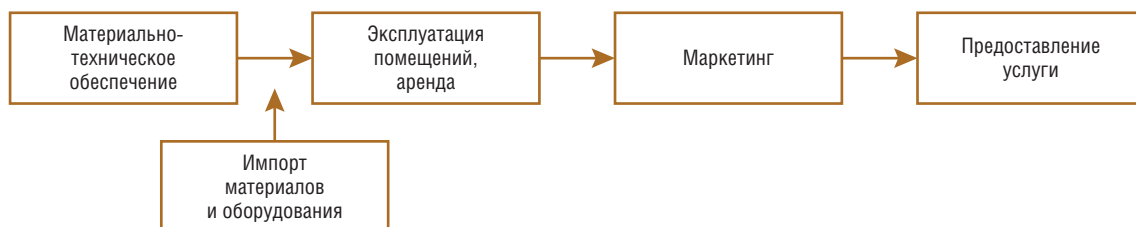
Инфляция определяется множеством факторов, среди которых есть те, которые находятся вне зоны влияния денежно-кредитной политики Банка России. Их можно условно назвать немонетарными факторами инфляции<sup>1</sup>. Влияние этих факторов проявляется в волатильности цен на товары и услуги – как регулярной (связанной, например, с сезонными сельскохозяйственными циклами, индексацией регулируемых цен и тарифов), так и нерегулярной, разовой (например, в связи с административными решениями – изменением налогов, нормативных требований).

Немонетарные факторы в разных регионах в разной степени оказывают влияние на цены. Определить региональные различия позволяет сравнительный анализ ценовых процессов в регионе и России в целом. Превышение уровня цен на товар/услугу на региональном рынке над среднероссийским значением, являющееся результатом отклонений в ценовой динамике, может быть признаком влияния немонетарных факторов. Для проверки наличия влияния таких факторов Банк России проводил изучение цепочек добавленной стоимости товаров и услуг с зафиксированными устойчивыми и значимыми отклонениями темпа роста цен на рынках во всех регионах России (в общем виде цепочки представлены на приведенных схемах). Работа включала качественный анализ по микрокомпонентам<sup>2</sup> ИПЦ и обобщение результатов глубинных интервью с участниками рынка, в том числе ассоциациями производителей и региональными органами власти<sup>3</sup>.

#### Обобщенная цепочка создания добавленной стоимости для потребительских товаров



#### Обобщенная цепочка создания добавленной стоимости для услуг



<sup>1</sup> Полный перечень факторов инфляции и каналов их влияния приведен в докладе Банка России “О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности” (октябрь 2017 г.), опубликованном в подразделе “Обзоры экономики и финансовых рынков” раздела “Денежно-кредитная политика” официального сайта Банка России.

<sup>2</sup> Микрокомпоненты – конкретные товары и услуги, составляющие товарные группы (субкомпоненты) ИПЦ.

<sup>3</sup> От региональных администраций и профильных министерств была получена информация о наличии и качестве логистической инфраструктуры в регионах, регулируемых тарифах, ситуации на отдельных отраслевых рынках (продовольствия, моторного топлива) и в розничной торговле.

В результате анализа был выявлен ряд основных немонетарных факторов, влияющих на формирование инфляционных процессов (см. таблицу).

**Основные немонетарные факторы, оказывающие влияние на инфляцию**

Ранг фактора по значимости	Фактор	Примеры рынков, на которых наблюдается значимое влияние фактора
1	Несовершенная конкуренция, барьеры входа на рынок сбыта	Моторное топливо Отдельные продукты питания (овощи и фрукты, хлеб и хлебобулочные изделия, молоко и молочная продукция, пиво) Бытовые услуги
2	Недостаточное развитие логистической инфраструктуры	Фруктовоовощная продукция Макаронные и крупяные изделия Моторное топливо Рыбопродукты
3	Неразвитость транспортной логистики при региональной неравномерности предложения товаров и услуг и ограниченной транспортной доступности отдельных территорий	Молоко и молочные продукты Фруктовоовощная продукция Мясопродукты Медицинские товары и услуги
4	Недостаточная обеспеченность российским сырьем и комплектующими	Легковые автомобили Алкогольные напитки (пиво) Одежда и обувь
5	Неоптимальность схем тарифного регулирования в отдельных регионах	Услуги городского пассажирского транспорта Жилищно-коммунальные услуги
6	Дефицит квалифицированных кадров	Медицинские услуги Услуги образования Одежда и белье Легковые автомобили
7	Высокий износ производственного оборудования, отсутствие или неконкурентоспособность российского оборудования	Хлеб и хлебобулочные изделия Услуги пассажирского транспорта (пассажирские авиаперевозки) Медицинские товары Услуги связи

Далее приведены немонетарные факторы инфляции с примерами их влияния в регионах и предлагаемыми мерами по снижению волатильности цен и давления на инфляцию со стороны затрат. Так как немонетарные факторы находятся вне зоны влияния денежно-кредитной политики, предложенные меры по минимизации их воздействия предполагают взаимодействие с федеральными и региональными органами власти.

**Несовершенная конкуренция, барьеры входа на рынок сбыта**

Рынки с несовершенной конкуренцией отличаются особенностями ценообразования, обусловленными рыночной силой их участников. Ярким примером является рынок нефти и нефтепродуктов, в том числе потребительский. Доминирование на нем вертикально интегрированных нефтяных компаний, с одной стороны, и пристальное внимание антимонопольных органов к ценовой динамике, с другой, сформировали особый формат ценообразования. Вслед за ростом цен производителей нефти и нефтепродуктов, отличающихся высокой волатильностью, стоимость моторного топлива на потребительском рынке повышалась достаточно медленно и плавно. Однако в отдельные периоды она могла расти скачкообразно. Так, в апреле–июне 2018 г. наблюдался резкий скачок цен на моторное топливо (на 9,0%). На фоне сохранения общей инфляции на низком уровне он был достаточно неожиданным и привел к повышению инфляционных ожиданий населения, которые ранее демонстрировали тренд на снижение (медианная оценка ожидаемой инфляции выросла с 7,8% в апреле до 9,8% в июне 2018 г.). Чтобы сдержать рост цен нефтепродуктов и стабилизировать ситуацию на рынке, были снижены ставки акцизов и достигнуты соглашения между Правительством Российской Федерации и крупными нефтяными компаниями о стабилизации цен

на потребительском рынке. Необходимо также отметить, что моторное топливо является единственной из основных категорий непродовольственных товаров, волатильность цен которой возрастала в последние годы. При этом, поскольку моторное топливо используется при производстве и транспортировке других товаров и услуг, рост цен на него выступает в качестве фактора, провоцирующего волатильность цен других товаров и услуг. Все это свидетельствует о высокой актуальности мер по развитию конкуренции на данном рынке.

Региональные особенности динамики цен на рынке моторного топлива также в значительной мере определялись структурой рынка данного товара и уровнем конкуренции. Отклонения темпов роста цен на моторное топливо выше среднероссийских ранее фиксировались в регионах с наибольшим уровнем монополизации рынков бензина и дизельного топлива (Воронежская, Калининградская области, Пермский край).

Для отдельных регионов повышение конкуренции в сфере транспортировки и реализации моторного топлива может быть достигнуто путем привлечения на рынок новых компаний. Причем это могут быть как мелкие независимые предприятия, так и представители крупных холдингов, отсутствующих в регионе.

Одно из проявлений несовершенной конкуренции – наличие барьеров входа на рынок сбыта, связанных с издержками по продвижению продукта (услуги), ограниченными каналами сбыта и политикой крупных розничных сетей в отношении мелких и средних поставщиков. Этот фактор влияет на ценообразование на рынках отдельных продовольственных товаров – хлебобулочных и молочных продуктов, овощей и фруктов, алкогольных напитков и некоторых видов бытовых услуг. Так, например, опрошенные Банком России производители пива в Томской области, Алтайском крае и Республике Хакасия заявили о невозможности реализации их продукции в крупных федеральных сетях даже на территории своего региона.

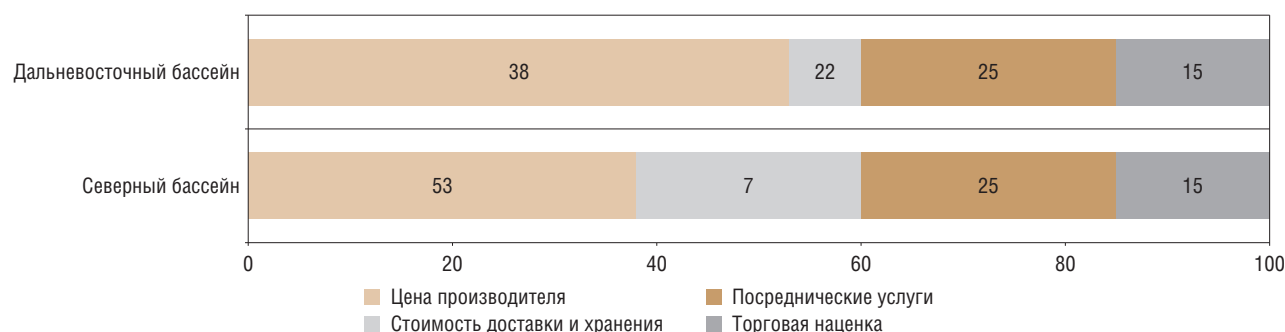
Способствовать стабилизации динамики цен на те товары и услуги, для которых характерно влияние несовершенной конкуренции, в общероссийском масштабе может улучшение институциональной среды, то есть обеспечение справедливой конкуренции и минимизация административных барьеров для бизнеса.

### Недостаточное развитие логистической инфраструктуры

Проблема недостаточного развития логистической инфраструктуры, в частности нехватки хранилищ и мощностей по первичной переработке, проявляется в краткосрочных и среднесрочных колебаниях цен. Для продукции растениеводства недостаток мощностей хранения и переработки является причиной высокой зависимости конъюнктуры рынка от погодных и климатических условий, отражающихся на объемах урожая и его качестве. Это один из существенных факторов сохранения высокой волатильности цен продуктов питания, которая негативно сказывается на устойчивости инфляционных ожиданий домохозяйств и производителей в агропромышленном комплексе и может затруднять достижение ценовой стабильности.

В последние годы наблюдалось активное расширение и модернизация систем хранения и переработки аграрной продукции, развитие тепличного хозяйства. По данным Минсельхоза России, за последние три года площадь теплиц выросла на треть, в 2018 г. ожидается прирост на 7,9%. Такой показатель ценовой волатильности, как дисперсия темпа прироста потребительских цен, на рынке продовольствия в 2017–2018 гг. существенно снизился. Заметным было снижение волатильности динамики цен на плодоовощную продукцию. Этому способствовал устойчивый рост выпуска тепличных овощей (основные тепличные овощи – огурцы и томаты). По данным Минсельхоза России, за последние три года импорт овощей сократился более чем в два раза. Строительство новых теплиц, внедрение современных технологий позволило увеличить в два раза среднюю урожайность овощей в закрытом грунте. Производство тепличных овощей выросло в 2017 г. на 13,7%, за январь–август 2018 г. – на 20% (к январю–августу 2017 г.). Это способствовало сокращению размаха сезонных колебаний цен, в частности на помидоры и огурцы.

Структура цены рыбопродуктов для продукции Северного и Дальневосточного бассейнов (%)



Источник: Министерство сельского хозяйства Российской Федерации.

Тем не менее волатильность динамики цен на фрукты и овощи по-прежнему остается выше, чем по другим группам продовольствия. В отдельных регионах существуют сложности с возведением оптово-распределительных центров, строительство которых осуществляется при поддержке государства. Так, среди всех регионов Южного и Северо-Кавказского федеральных округов строительство оптово-распределительных центров (ОРЦ) в 2018 г. начато только в Республике Дагестан. В Волгоградской и Ростовской областях подготовка к строительству откладывается из-за продолжительного процесса оформления земельных участков и получения разрешений, недостаточной обеспеченности необходимыми коммунальными сетями (особенно электросетями).

Для рынка рыбопродуктов качество хранилищ (холодильных и морозильных установок) в большой степени определяет себестоимость и объем предложения продукции. При этом около 40% существующих портовых мощностей холодильников не соответствуют современным требованиям, а большинство холодильников введено в эксплуатацию 30 и более лет назад. Это создает риски не только для качества хранения, но и для сохранности продукции в целом, а потеря товара может отразиться в цене. Усиливает значение логистической инфраструктуры (как хранения, так и транспортировки) для рынка рыбопродуктов удаленность основных районов производства (Дальневосточный и Северный рыбопромысловые бассейны) от главных районов потребления (Центральная Россия, Поволжье, Урал). Из-за этого доля доставки и хранения в структуре цены рыбопродуктов может достигать более 20%.

Способствуя обновлению мощностей хранения и устранению дефицита подвижного состава специализированных железнодорожных вагонов, можно достичь уменьшения волатильности цен на рыбопродукты. При реализации уже принятых решений<sup>4</sup> присутствуют те же проблемы, что и при реализации программы развития сети хранилищ плодоовощной продукции. Что касается создания ОРЦ и транспортно-логистических комплексов (ТЛК), то либо оно находится на стадии проектной документации (например, ОРЦ во Владивостоке), либо наблюдается слабая загрузка реализованных проектов (терминал «Сероглазка» в Петропавловске-Камчатском). В связи с этим целесообразно провести инвентаризацию действующих ОРЦ и ТЛК, осуществить анализ показателей их деятельности с целью выявления причин низкой востребованности, разработать схемы оптимизации поставок рыбной продукции на внутренний рынок через российские рыбные порты.

Продолжающееся снижение волатильности на рынке продовольствия при сохранении большого размаха ценовых колебаний (в сравнении с рынками непродовольственных товаров и услуг) указывает на необходимость продолжения мер по развитию агропромышленного комплекса.

Для региональных различий инфляции большое значение имеет также обеспеченность регионов хранилищами нефтепродуктов. Этот фактор определяет волатильность цен на бензин и дизельное топливо, например в Курской области, в которой крупные хранилища нефтепродуктов отсутствуют. Строительство хранилищ моторного топлива в тех регионах, где таковых нет или наблюдается их нехватка, может позитивно сказаться на ценообразовании на розничном рынке автомобильных бензинов и дизельного топлива. Возможность мелкооптовой отгрузки нефтепродуктов нефтяными компаниями в адрес независимых хозяйствующих субъектов, а также наличие свободных емкостей с целью создания резервов оказывают значимое влияние на формирование цен моторного топлива в регионе.

### **Неразвитость транспортной логистики при региональной неравномерности предложения товаров и услуг и ограниченной транспортной доступности отдельных территорий**

Фактор недостаточного развития транспортной инфраструктуры в условиях региональной неравномерности предложения товаров и услуг, ограниченной транспортной доступности отдельных территорий наиболее значим для динамики цен продовольственных товаров: при недостаточной самообеспеченности продуктами повседневного спроса возникает потребность в регулярных, налаженных поставках их из других регионов. В этой ситуации цены в регионе становятся зависимы от стоимости транспортировки и от факторов, действующих в субъектах, где производится ввозимая продукция. Региональные отклонения здесь наиболее значительны для тех товаров, для которых характерна низкая самообеспеченность и в общероссийском масштабе. Одним из таких товаров является молоко. Устойчивые отклонения роста цен выше среднероссийской динамики за последние три года были зафиксированы, например, в Новгородской, Самарской, Челябинской областях. В этих регионах уровень самообеспеченности молоком и молочными продуктами в 2017 г. составлял менее 70% при среднероссийском значении около 80%. Актуальной эта проблема остается также для отдаленных регионов Севера и Дальнего Востока, в том числе в части потребления мяса, овощей, фруктов и других продовольственных товаров. Уменьшению негативного

<sup>4</sup> Приказ Минсельхоза России от 20.04.2017 № 189 «Об утверждении Стратегии развития морских терминалов для комплексного обслуживания судов рыбопромыслового флота с учетом береговой логистической инфраструктуры, предназначенной для транспортировки, хранения и дистрибуции рыбной продукции».

значения этого фактора может способствовать развитие и поддержание транспортной инфраструктуры, достижение самообеспеченности по ключевым продовольственным товарам на общероссийском уровне и уровне отдельных регионов (с учетом агроклиматических условий). Для удаленных регионов позитивное влияние окажет обеспечение стабильных поставок продовольствия, формирование в таких регионах инфраструктуры хранения для поддержания необходимого уровня запасов продовольственных товаров и моторного топлива.

### Неоптимальность схем тарифного регулирования в отдельных регионах

К волатильности цен в отдельных регионах приводят скачкообразные нерегулярные (один раз в несколько лет) пересмотры регулируемых тарифов. Происходит это из-за нежелания спровоцировать повышением тарифов рост социальной напряженности, а также из-за возникающей необходимости оптимизировать бюджетные расходы, связанные с субсидированием услуг и регулируемые тарифами. Особенно явно этот фактор проявляется на рынках жилищно-коммунальных услуг и услуг городского пассажирского транспорта. В отдельных случаях скачкообразный пересмотр тарифов приводит к единовременному росту цен на 30–50%. Так, например, это происходило с ценами городского пассажирского транспорта в Белгородской, Тульской, Пензенской и Орловской областях. Для недопущения подобных случаев в дальнейшем необходим повсеместный переход к долгосрочному регулированию тарифов, предполагающему регулярность и предсказуемость их корректировок.

ИПЦ по микрокомпоненте "Проезд в городском автобусе"  
(январь 2010 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Точечное влияние на ценовую конъюнктуру оказывают отдельные изменения нормативного регулирования. Так, значительное влияние на цены продукции животноводства оказывает введение обязательной электронной сертификации этой продукции в Федеральной государственной информационной системе (ФГИС) "Меркурий". С 1 июля 2018 г. электронная сертификация вводится для сельхозпроизводителей (они ранее оформляли аналогичные документы в бумажном виде). С 1 июля 2019 г. – для производителей готовой продукции, дистрибьюторов, ретейлеров и предприятий общественного питания (для них ветеринарная сертификация вводится впервые). В связи с этим наиболее чувствительными к вводимым мерам окажутся цены на те товары, которые проходят наибольшее количество промежуточных звеньев на пути от сырья до потребителя. К таким, например, можно отнести мясопродукты, молочную продукцию. Также можно ожидать более значимого эффекта для цен на услуги общественного питания: по оценкам опрошенных Банком России предприятий этой сферы, их поставщики в случае поставки продуктов с использованием системы "Меркурий" увеличивают цены в среднем на 10%. В первичном секторе – звене производства сельскохозяйственного сырья – наибольшая нагрузка от введения электронной сертификации ожидается для мелких производителей. Поэтому наибольший эффект испытают цены товаров, в структуре производства которых велика доля небольших предприятий. Это молоко и молочная продукция (почти половина всего производства молока приходится на хозяйства населения, фермеров и индивидуальных предпринимателей) и говядина (в сельскохозяйственных организациях производится только 34% продукции).



### **Дефицит квалифицированных кадров**

Дефицит квалифицированных кадров приводит к росту расходов на оплату труда, что провоцирует опережающие темпы инфляции в отраслях и регионах, где этот дефицит наиболее выражен. Данный фактор значим для динамики цен медицинских услуг, услуг в системе образования, рынков обуви, одежды и белья. В некоторых регионах дефицит кадров был ключевым фактором, определявшим отклонения ИПЦ от среднероссийского. Например, в Томской и Ивановской областях, где рост затрат на оплату труда сотрудников медицинских учреждений был связан с необходимостью привлечения квалифицированного персонала. Дефицит кадров в этих субъектах сложился в том числе из-за миграционного оттока в регионы с более высоким уровнем доходов. Для ликвидации дефицита квалифицированных кадров в отдельных отраслях и регионах необходимо развитие программ образования и повышения квалификации по соответствующим направлениям подготовки.

Некоторые немонетарные факторы не имеют выраженной региональной специфики и характерны для отдельных отраслей экономики. Тем не менее в разные периоды времени их влияние может проявляться в волатильности динамики цен в разных регионах в силу различий в структуре потребления товаров и услуг и периодически возникающих условий. Ниже приведены факторы, которые можно отнести к этой группе.

### **Недостаточная обеспеченность российским сырьем и комплектующими**

Уровень обеспеченности российским сырьем или комплектующими определяет степень зависимости российских производителей от импортных поставок. Большая доля импорта в структуре материальных затрат приводит к волатильности цен, связанной с влиянием внешних факторов. Так, в производстве легковых автомобилей значительную часть себестоимости составляют импортные детали и автокомпоненты. Автопроизводители отмечают, что большинство российских поставщиков комплектующих не способны предложить продукцию необходимого качества. В результате цена произведенных в России автомобилей оказывается в большей степени зависимой от валютного курса и политики иностранных поставщиков.

### **Отсутствие или неконкурентоспособность российского оборудования**

Отсутствие в России конкурентоспособных производств отдельных видов оборудования и техники и недостаток российского сырья и комплектующих – схожие проблемы. Ввиду этого производители вынуждены использовать более дорогую импортную технику, зачастую неся затраты по ее обслуживанию за рубежом или с привлечением иностранных компаний. Данная проблема значима не только для производства товаров, но и для сферы услуг. Так, большинство российских авиакомпаний эксплуатируют самолеты иностранного производства, так как российские аналоги менее экономичны и уступают в топливной эффективности. В результате отдельные виды технического обслуживания самолетов и ремонт двигателей производятся за рубежом, что увеличивает валютные расходы авиакомпаний и отражается на ценообразовании. Решению проблемы может способствовать создание условий для осуществления в России всех видов технического обслуживания самолетов иностранного производства, а также развитие механизмов защиты от валютных рисков.

Для уменьшения зависимости цен на отдельные товары и услуги от внешних факторов необходима поддержка развития производства конкурентоспособных российских аналогов импортной продукции как промежуточного, так и инвестиционного назначения.

### **Высокий износ производственного оборудования**

Для многих отраслей характерен также высокий износ и низкая эффективность используемого оборудования. Это является острой проблемой, в частности, для легкой промышленности. Износ оборудования в отрасли составляет около 60%, а у ряда швейных предприятий, в основном малых, доля устаревшего оборудования достигает 80%. Низкая эффективность оборудования повышает себестоимость продукции, а высокая степень износа создает риски поломок и остановки производства. Все это находит отражение в цене. Решить проблему может поддержка инвестиций в основной капитал для обеспечения обновления изношенных и устаревших производственных фондов.

Банк России следит за факторами, определяющими ценообразование на рынках товаров и услуг. Дальнейшая реализация указанных предложений позволит уменьшить влияние немонетарных факторов и повысить эффективность поддержания ценовой стабильности мерами денежно-кредитной политики на общестрановом уровне и на уровне отдельных регионов России.

## Приложение 4

### Об оценке влияния повышения НДС на инфляцию<sup>1</sup>

Повышение с 1 января 2019 г. основной ставки НДС с 18 до 20% окажет существенное влияние на инфляцию в 2019 году. Банк России учитывает это при разработке среднесрочного макроэкономического прогноза и принятии решений по ключевой ставке.

По оценкам Банка России, диапазон вклада НДС в инфляцию достаточно широк и составляет от 0,6 до более 1,5 процентного пункта. Согласно базовой оценке, повышение НДС окажет основное влияние на инфляцию непосредственно после изменения ставки – в первые месяцы 2019 г. – и его масштаб составит около 1 процентного пункта.

#### Оценка влияния повышения НДС на инфляцию

Согласно базовой оценке Банка России, вклад повышения НДС в годовую инфляцию в России составит 0,9–1,0 процентного пункта. Эта оценка была получена путем корректировки прямого “технического” переноса повышения НДС с 18 до 20% в цены с учетом структуры налогообложения в России.

Помимо структуры налогообложения, на масштаб переноса НДС в цены оказывает влияние целый спектр дополнительных факторов, как сдерживающих влияние повышения НДС на инфляцию, так и усиливающих его. Интервал оценок вклада повышения НДС в инфляцию с учетом структуры налогообложения в России и дополнительных факторов составляет 0,6–1,5 п.п. (подробнее о факторах, повлиявших на формирование базовой оценки, см. пункт “Структура налогообложения”; о дополнительных факторах, формирующих указанный выше широкий интервал, – пункты о дополнительных факторах, уменьшающих или усиливающих перенос повышения НДС в цены).

#### Вклад повышения НДС в годовую инфляцию, по факторам

Факторы	Влияние на оценку вклада повышения НДС в инфляцию, п.п.	Комментарий
<b>Базовая оценка Банка России: вклад повышения НДС в инфляцию с учетом структуры налогообложения</b>	<b>+0,9–1,0</b>	
<b>Вклад повышения НДС в инфляцию с учетом структуры налогообложения и дополнительных факторов</b>	<b>+0,6–1,5</b>	
Прямой “технический эффект” повышения НДС с 18 до 20%	+1,7	Вклад повышения НДС в цены всех товаров и услуг, без корректировок
<b>Влияние структуры налогообложения</b>		
Наличие товаров и услуг, облагающихся по льготной или нулевой ставке НДС	–0,6	33% товаров и услуг в ИПЦ
Упрощенная система налогообложения для микропредприятий	–(0,1–0,2)	Примерно 15% валового выпуска
<b>Дополнительные факторы</b>		
<b>Уменьшающие перенос повышения НДС в инфляцию</b>		
Параметры бюджетных расходов	–(0,2–0,3)	Более медленное расходование доходов бюджета от повышения НДС
Индексация тарифов на товары и услуги естественных монополий	–0,15	Отсутствие доиндексаций тарифов естественных монополий свыше 4%
Чувствительность спроса к изменению цен	–(0,2–0)	Борьба за потребителя
<b>Усиливающие перенос повышения НДС в инфляцию</b>		
Инфляционные ожидания	+ (0–0,2)	Оценка предприятиями и населением ситуации в экономике и экономической политики
Особенности ценовой политики производителей и продавцов/конкурентной среды на рынках отдельных товаров и региональных рынках	+ (0,15–0,85)	Оценка предприятиями рыночной ситуации

Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Более подробный анализ изложен в “Докладе об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию”, опубликованном на официальном сайте Банка России в сети Интернет в разделе “Денежно-кредитная политика / Обзоры экономики и финансовых рынков”.

## Структура налогообложения

Повышение основной ставки НДС затронет не все, а только две трети товаров и услуг потребительской корзины, по которой рассчитывается инфляция. Остальные категории облагаются по льготной ставке (10%) или освобождены от НДС<sup>2</sup>. К ним в том числе относятся продукты питания повседневного спроса (мясные и рыбные продукты, молочные продукты, яйца, крупы, хлеб, соль, овощи), медицинские и детские товары, социально значимые услуги (образования, здравоохранения, городского пассажирского транспорта и другое). Учет льготного налогообложения снижает оценку влияние НДС на 0,6 процентного пункта. Помимо этого, часть операций, не относящихся к льготным товарам и услугам, не облагается НДС в случае их реализации микропредприятиями<sup>3</sup>. Соответственно, по ним не обязательно будет наблюдаться повышение цен в ответ на изменение ставки НДС. Этот фактор может снизить вклад повышения НДС на 0,1–0,2 процентного пункта.

## Дополнительные факторы, уменьшающие перенос повышения НДС в цены

**Параметры бюджетных расходов.** Базовая оценка предполагает, что в силу действия бюджетного правила дополнительные поступления от НДС трансформируются в расходы бюджета в том же периоде. Это будет оказывать определенную поддержку внутреннему спросу, повышая его платежеспособность. Однако если полученные средства будут расходоваться более медленно (например, в силу традиционного сезонного смещения расходов на конец года или распределенного характера реализации среднесрочных государственных программ), то совокупный конечный спрос будет более умеренным, что уменьшит масштаб повышения цен на 0,2–0,3 процентного пункта.

**Индексация тарифов естественных монополий.** Реализация жилищных и коммунальных услуг облагается по основной ставке НДС, и с этой точки зрения их цены также могут отреагировать на рост налога. Базовая оценка предполагает, что может быть проведено повышение тарифов на увеличение НДС сверх их нормативной ежегодной индексации в соответствии с целью по инфляции 4%. В случае если этого не произойдет, итоговый перенос НДС в ИПЦ будет меньше на 0,15 процентного пункта.

**Чувствительность спроса к изменению цен.** Реакция цен на повышение косвенного налога будет меньше на рынках тех товаров и услуг, спрос на которые более чувствителен к изменению цен. В такой ситуации для сохранения объемов рынка и удержания потребителя в новых условиях предприятия могут частично принять на себя дополнительные расходы, связанные с повышением налоговых ставок, без их переноса в конечные цены. Снижение переноса НДС в инфляцию за счет этого фактора может составить до 0,2 процентного пункта.

## Дополнительные факторы, усиливающие перенос повышения НДС в цены

**Инфляционные ожидания.** Конечный масштаб, скорость и устойчивость изменения инфляции в ответ на повышение ставки НДС также существенно зависят от реакции инфляционных ожиданий населения и бизнеса. В случае роста инфляционных ожиданий могут реализоваться вторичные проинфляционные эффекты и привести к более существенному повышению инфляции.

Пока реакция инфляционных ожиданий на анонсированное изменение остается сдержанной, однако ситуация требует детального регулярного мониторинга. Основная реакция ожиданий может проявиться в конце 2018 – I квартале 2019 г., учитывая, что ожидания домашних хозяйств адаптивны и население, как правило, реагирует на фактическое повышение цен. Ожидается, что затем в течение первого полугодия 2019 г. инфляционные ожидания населения будут постепенно снижаться.

**Ценовая политика производителей и продавцов на отдельных рынках.** К более существенному переносу увеличения ставки НДС в конечные цены может вести монопольное поведение производителей и продавцов, особенно в отраслях с низкоэластичным спросом по цене, а также маркетинговая политика компаний, направленная на сохранение пропорциональной продуктовой линейки (например, подтягивание цен к конкретным якорным уровням – формирование “красивых” ценников, одномасштабное повышение цен на взаимозаменяемые и взаимосвязанные товары с разным уровнем стоимости). Действие этих факторов может быть существенным, но неоднородным как по сегментам рынка, так и по географическим областям.

Отчасти это подтверждается результатами опроса предприятий, проведенного Банком России в июле 2018 года<sup>4</sup>. Наблюдается значительный разброс в планируемой реакции предприятий на повышение НДС – часть из них вообще не предполагает дополнительного повышения цен, другие, напротив, готовы

<sup>2</sup> В соответствии с пунктами 1 и 2 статьи 164 главы 21 “Налог на добавленную стоимость” Налогового кодекса Российской Федерации.

<sup>3</sup> В соответствии с пунктом 2 статей 346.11 и 346.12 главы 26.2 “Упрощенная система налогообложения” Налогового кодекса Российской Федерации.

<sup>4</sup> Подробнее см. в “Докладе об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию”.

увеличивать цены на величины, существенно превышающие 2%. В целом результаты опроса указывают, что в случае реализации производителями и предприятиями торговли имеющихся на текущий момент планов по повышению цен дополнительный рост инфляции в связи с изменением НДС может составить 1,5 процентного пункта.

### Траектория влияния повышения НДС на инфляцию

По оценкам Банка России, основное повышение цен в ответ на рост НДС будет происходить непосредственно после изменения ставки – в первые месяцы 2019 года. Вместе с тем повышение налога анонсировано заранее и небольшая подстройка со стороны производителей и продавцов, в том числе желающих провести постепенную корректировку цен, возможна уже в IV квартале 2018 года. Банк России оценивает ее масштаб в 0,1–0,2 процентного пункта.

С учетом переноса НДС годовой темп инфляции может достигнуть пика в I квартале 2019 г. и временно превысит 4%. Квартальный темп прироста цен существенно замедлится уже в II квартале 2019 г., во втором полугодии 2019 г. квартальные темпы инфляции будут вблизи 4%. Однако годовая инфляция будет снижаться в течение года более медленно, в том числе из-за эффекта низкой базы первого полугодия 2018 года. В I квартале 2020 г. ожидается возвращение годовой инфляции к 4%.

### Оценка вклада НДС в изменение ИПЦ (п.п.)

	Год к году	Квартал к кварталу
IV кв. 2018	0,1	0,1
I кв. 2019	1,1	1,1
II кв. 2019	1,0	0,0
III кв. 2019	0,9	-0,1
IV кв. 2019	0,9	0,0

Источник: расчеты Банка России.

Банк России будет отслеживать динамику инфляционных ожиданий и влияние других перечисленных выше факторов на цены и при необходимости корректировать оценку эффекта повышения НДС в своих прогнозах.

### Опыт повышения НДС в других странах

За последние годы многие страны повышали НДС. Были рассмотрены 23 эпизода повышения НДС в 16 странах в период 2005–2016 годов<sup>5</sup>. Масштаб изменения ставки НДС в этих случаях варьировался от 1 до 5 процентных пунктов. Во всех странах наблюдалось значимое ускорение роста цен в ответ на налоговые изменения. В среднем по рассмотренной выборке стран инфляция повысилась на 0,4–0,6 п.п. при увеличении ставки НДС на 1 процентный пункт.

#### Как влияли на перенос НДС в цены ситуация в экономике и бюджетно-налоговая политика

В зависимости от экономических условий и параметров бюджетно-налоговой политики оценки реакции годовой инфляции варьируются от 0,3 до 1,1 п.п. на 1 п.п. повышения ставки.

В частности, когда ставка косвенного налога повышалась с целью сократить дефицит бюджета и бюджетные расходы не увеличивались ни в текущем периоде, ни в ближайшем будущем (происходило ужесточение бюджетной политики), спрос значительно сокращался. При этом часто экономика уже находилась в стадии спада, и, соответственно, наблюдался весьма ограниченный перенос изменения налога в цены, ближе к нижней границе указанного диапазона (например, в Греции в 2011 г. и Венгрии в 2009 г.). Напротив, если дополнительные налоговые доходы сразу или постепенно трансформировались в дополнительные расходы бюджета, это оказывало поддержку спросу и увеличивало влияние повышения налога на инфляцию.

#### Как центральные банки реагировали на повышение НДС

Важно отметить, что во многих странах, несмотря на наличие значимой реакции цен на рост НДС, центральные банки не проводили дополнительного ужесточения денежно-кредитной политики (например, в Венгрии в 2009 г., в Чехии в 2013 г., в ЮАР в 2018 г. и так далее). Это связано с тем, что эффект налоговой меры на годовую инфляцию, по сути, является краткосрочным и исчерпывается на горизонте года.

<sup>5</sup> Подробнее см. в «Докладе об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию».

Кроме того, реакция денежных властей в значительной степени зависела от того, в какой степени повышение НДС привело к ослаблению спроса. При этом изменение спроса также во многом зависит от экономических условий в стране. Это отражает пример Японии, где к моменту повышения НДС в 2014 г. центральный банк проводил стимулирующую денежно-кредитную политику для повышения инфляции до целевого уровня, и повышение правительством НДС на 3 п.п. было дополнительной мерой, направленной на достижение этой цели. Однако в ответ на повышение НДС, которое практически полностью перенеслось в цены, произошло сильное сжатие потребительского спроса и инвестиций и после кратковременного скачка инфляция вернулась на уровень ниже цели Банка Японии. Это стало одним из факторов сохранения мягкой денежно-кредитной политики до настоящего времени.

Большинство центральных банков в ситуации повышения НДС осуществляют пристальный мониторинг реакции экономики и финансовых рынков для выявления возможных вторичных инфляционных эффектов. Их возникновение в большей степени вероятно в экономиках, где инфляционные ожидания остаются чувствительными к колебаниям цен. В случае реализации рисков повышения инфляционных ожиданий и устойчивого ускорения инфляции изменение направленности денежно-кредитной политики становится оправданным и необходимым (такая ситуация наблюдалась, например, в Польше).

## Приложение 5

### Влияние профицита ликвидности на депозитно-кредитные операции

В условиях существенного профицита ликвидности банковского сектора периодически возникает вопрос о его влиянии на кредитную и депозитную активность банков. При разработке и реализации денежно-кредитной политики Банк России исходит из того, что при наличии эффективного механизма управления банковской ликвидностью влияние ее колебаний, в том числе и перехода от структурного дефицита ликвидности к структурному профициту, на операции банков незначительно. Это подтверждают результаты эмпирического анализа и эконометрические оценки данных по ликвидности банковского сектора и активности банков на кредитном и депозитном рынках в России в 2002–2018 годах.

За последние годы в банковском секторе сформировался значительный профицит ликвидности<sup>1</sup>. За III квартал 2017 – III квартал 2018 г. он вырос примерно на 3 трлн рублей. В этих условиях закономерно возрос интерес к возможному влиянию столь масштабного роста банковской ликвидности как на банковский сектор в целом, так и на объемы и параметры кредитных и депозитных операций банков с реальным сектором.

**Соотношение банковской ликвидности и активности банков на кредитном рынке**  
(%, если не указано иное)



Источник: Банк России.

**Соотношение банковской ликвидности и активности банков на депозитном рынке**  
(%, если не указано иное)



Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Подробнее см. в разделе 2.

Банк России при разработке и реализации денежно-кредитной политики исходит из реалий современных финансовых систем<sup>2</sup>. В современных условиях ликвидность банковского сектора и кредитно-депозитные операции банковского сектора связаны следующим образом.

- Операции банков по кредитованию реальной экономики и привлечению депозитов слабо связаны с уровнем банковской ликвидности и могут совершаться как в условиях структурного профицита, так и в условиях структурного дефицита банковской ликвидности.
- При наличии эффективного механизма управления банковской ликвидностью влияние на операции банков колебаний банковской ликвидности, в том числе и перехода от структурного дефицита ликвидности к структурному профициту, будет незначительно. Банки независимо от состояния своей ликвидности уверены в возможности привлечь рефинансирование у центрального банка или разместить в центральном банке избыточные средства и могут выстраивать свою политику на кредитном и депозитном рынках, руководствуясь своими стратегическими приоритетами и долгосрочными ожиданиями, а не локальными перетоками ликвидности.

**Средний прирост кредитования нефинансовых организаций отдельных групп банков (%)**



Источник: Банк России.

**Динамика ставок по долгосрочным рублевым кредитам организациям отдельных групп банков (%)**



Источник: Банк России.

<sup>2</sup> Изложены, в частности, в Приложении 10 к Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов.

Результаты эмпирического анализа и эконометрические оценки данных по ликвидности банковского сектора и активности банков на кредитном и депозитном рынках в России в 2002–2018 гг. подтверждают вышеизложенные взаимосвязи.

Анализ показывает, что на практике в масштабах российского банковского сектора в целом не наблюдается признаков влияния банковской ликвидности на операции банков на кредитном и депозитном рынках. Так, в период 2011–2012 гг., когда чистые требования банков к Банку России<sup>3</sup> сокращались и рост денежной базы замедлялся, кредитная активность банков росла, а темп роста депозитов снижался. И наоборот, рост требований банков к Банку России и ускорение роста широкой денежной базы в 2007 г. наблюдались одновременно с замедлением кредитования населения и пиковыми темпами роста розничных депозитов.

Анализ деятельности отдельных банков<sup>4</sup> также подтверждает эти выводы. Банки, отличающиеся меньшим уровнем ликвидности, не выделяются более высокими ставками, меньшей активностью на кредитном или более высокой активностью на депозитном рынке, и наоборот.

Так, анализ соотношения позиции банка по ликвидности и его операций на кредитном рынке не позволяет выявить устойчивого и экономически обоснованного влияния ликвидности ни на объемы кредитования, ни на ставки по кредитам<sup>5</sup>. Не более 4% изменений процентных ставок и динамики кредитного портфеля может быть объяснено изменениями банковской ликвидности, причем даже при 90%-ной доверительной вероятности нельзя отвергнуть гипотезу о том, что анализируемые показатели не связаны друг с другом.

Возможное объяснение отсутствия выраженной связи между ликвидностью и кредитной активностью – общая зашумленность показателей по отдельным банкам в связи с особенностями бизнес-модели отдельных банков или единичными крупными сделками. Однако переход к группам банков также не дает каких-либо убедительных доказательств наличия связи между более высокой ликвидностью банков и их склонностью наращивать кредитование. Скорее наоборот, банки с более высоким уровнем ликвидности на протяжении большей части анализируемого периода характеризуются меньшими темпами роста кредитования, ставки по их кредитам систематически превышают ставки по кредитам, предоставляемым прочими банками.

Анализ данных о взаимосвязи ликвидности банков и их активности на депозитном рынке также подтверждает отсутствие влияния первого на второе.

При анализе ликвидности банков и их депозитной активности на первый взгляд может создаться впечатление, что эти показатели взаимосвязаны. Об этом говорит и эконометрический анализ: уровень ликвидности может объяснять до 8% динамики депозитного портфеля, причем отвергнуть гипотезу об отсутствии связи между этими показателями нельзя.

Особенно это заметно при анализе динамики депозитных операций банков с разным уровнем ликвидности. Однако именно этот анализ позволяет выявить истинную причину такого соотношения: особенности отдельных банков, влияющие как на их ликвидность, так и на операции на депозитном рынке. Так, опережающий рост депозитов в банках с наименьшим уровнем ликвидности связан с реструктуризацией портфеля розничных операций внутри банковских групп. Также и сокращение депозитов населения в банках с высоким уровнем ликвидности связано с тем, что в этой группе банков находились saniруемые банки, столкнувшиеся с оттоком средств вкладчиков, а также ряд дочерних кредитных организаций банков-нерезидентов, сокращавших операции на российском розничном рынке. Динамика ставок по депозитам может служить дополнительным аргументом в пользу предположения об отсутствии влияния ликвидности банков

<sup>3</sup> Показатель чистых требований банков к Банку России включает в себя не только требования и обязательства, связанные с управлением банковской ликвидностью, но и иные требования и обязательства (включая субординированные кредиты, средства, предоставленные по специнструментам, и так далее). Однако большинство иных требований и обязательств достаточно инерционно и изменения данного показателя адекватно отражают тенденции изменения банковской ликвидности.

<sup>4</sup> Для целей анализа была взята группа из 32 банков – крупнейших участников денежного рынка, для которых на ежедневной основе рассчитываются индикаторы ликвидности. Из расчета были исключены восемь банков, специализирующихся на операциях на денежном рынке или расчетных услугах (банки, у которых широкая позиция по ликвидности на протяжении 2016–2018 гг. хотя бы раз составляла более 50% суммарных активов банка). На 24 оставшихся банка приходится 75% активов российского банковского сектора, 86% размещенных корпоративных кредитов и 79% привлеченных депозитов населения.

Поскольку с точки зрения отдельного банка нет принципиальной разницы между средствами, размещенными на депозит в Банке России или в крупном коммерческом банке, при анализе поведения отдельных банков использовался широкий показатель ликвидности, учитывающий механизмы перераспределения банковской ликвидности и включающий в себя чистые требования к Банку России, другим банкам и органам государственного управления. Поскольку ликвидность банков в течение короткого времени может существенно изменяться под влиянием единичных крупных сделок, в качестве индикатора ликвидности используются среднемесячные показатели, сглаживающие неустойчивость дневной динамики показателей.

<sup>5</sup> Показатели были нормализованы для устранения эффекта структурных сдвигов. Поскольку и темпы роста кредитного портфеля, и позиция по ликвидности на анализируемом периоде отличаются значительным разбросом и единичный выброс может сместить средний показатель, для целей нормализации показателей использовалось медианное значение.



### Средний прирост депозитов населения в отдельных группах банков (%)



Источник: Банк России.

### Динамика ставок по долгосрочным рублевым депозитам населения в отдельных группах банков (%)



Источник: Банк России.

на их политику на депозитном рынке. Ставки у банков с наибольшим и наименьшим уровнем ликвидности различались несущественно.

Анализ соотношения банковской ликвидности и ставок по операциям банков на депозитном рынке также показывает, что связь между этими показателями скорее отсутствует.

## Приложение 6

### Денежная программа

В рамках реализуемой Банком России стратегии таргетирования инфляции основной целью денежно-кредитной политики является поддержание инфляции вблизи 4%, а операционной целью – сближение ставок сегмента овернайт денежного рынка с ключевой ставкой Банка России. Указанная стратегия не предполагает установления и достижения количественных ориентиров по каким-либо иным экономическим показателям, включая денежно-кредитные. Показатели денежной программы рассчитываются Банком России в дополнение к прогнозу ликвидности банковского сектора и включаются в круг прогнозных показателей, учитываемых при разработке и реализации денежно-кредитной политики Банка России.

#### Графа 1 “Денежная база (узкое определение)”

Рост денежной базы на прогнозном горизонте определяется в основном увеличением объема наличных денег в обращении в связи с ожидаемым ростом экономической активности. При этом расширение практики использования безналичных расчетов, как и ранее, будет оказывать сдерживающее влияние на динамику данного показателя. В сценарии Банка России с неизменными ценами на нефть предполагается несколько больший рост объема наличных денег в обращении, чем в базовом.

Величина обязательных резервов по обязательствам в рублях, хранящихся на специальных счетах в Банке России, в рассматриваемом периоде существенно не изменится. При расчете этого показателя использовано предположение о сохранении величины коэффициента усреднения обязательных резервов, равной 0,8. Рост обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в иностранной валюте в результате принятого Банком России решения о повышении с 1 августа 2018 г. нормативов обязательных резервов отражен в графе 3.3 “Прочие чистые неклассифицированные активы”.

#### Графа 2 “Чистые международные резервы”

На показатели денежной программы существенное влияние оказывает реализация бюджетной политики. Оценки объема использования средств ФНБ и покупок иностранной валюты для его пополнения в рамках бюджетного правила учитывают бюджетные проекторки Минфина России.

Росту по графе 2 “Чистые международные резервы” будут способствовать в основном операции Минфина России по покупке иностранной валюты в рамках бюджетного правила. В прогнозе на 2018 г. учтено решение Банка России приостановить до конца года покупку иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила. Решение о возобновлении регулярных покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках механизма бюджетного правила, приостановленных до конца 2018 г., будет приниматься с учетом фактической обстановки на финансовом рынке. Решение об отложенных в 2018 г. покупках иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься отдельно после возобновления регулярных покупок. При этом исключительно для целей модельного расчета основных сценариев макроэкономического прогноза Банк России использует допущение о том, что покупки валюты на внутреннем валютном рынке в рамках бюджетного правила, отложенные в 2018 г., будут осуществляться равномерно в течение всего прогнозного горизонта – 2019–2021 годов. Кроме того, увеличение международных резервов также будет связано с операциями Банка России по покупке монетарного золота.

С учетом различных предпосылок относительно цен на нефть в сценариях Банка России к концу 2021 г. размер чистых международных резервов может составить 37–43 трлн рублей.

#### Графа 3 “Чистые внутренние активы”

##### Графа 3.1 “Чистый кредит расширенному правительству”

Графа 3.1 “Чистый кредит расширенному правительству” учитывает использование средств ФНБ для финансирования дефицита федерального бюджета, а также поступление дополнительных нефтегазовых доходов. Снижение чистого кредита расширенному правительству на фоне покупок иностранной валюты в рамках реализации бюджетного правила отражено в росте чистых международных резервов.

##### Графа 3.2 “Чистый кредит банкам”

Значение графы 3.2 “Чистый кредит банкам” в течение рассматриваемого периода останется отрицательным в условиях сохраняющегося значительного профицита ликвидности в банковском секторе. В 2018 г. чистый кредит банкам несколько увеличился на фоне приостановки покупки Банком России иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила.

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. При расчете денежной программы на 2019–2021 гг. используются текущие значения требований Банка России к банкам по этим операциям.

В 2018 г. среднее значение остатков средств на корсчетах кредитных организаций в Банке России за январь–сентябрь составило около 2,1 трлн рублей. К концу 2018 г. предполагается сезонное увеличение значения графы 3.2.2 “Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России” до 2,4 трлн руб. и его небольшой 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. В результате изменений других статей денежной программы объем депозитов и размещения купонных облигаций Банка России к концу 2021 г. может составить 3,3–4,1 трлн рублей.

### **Графа 3.3 “Прочие чистые неклассифицированные активы”**

Изменение по графе 3.3 “Прочие чистые неклассифицированные активы” было связано в том числе с операциями с использованием средств Фонда консолидации банковского сектора. На прогнозном периоде изменения по данной статье связаны с выплатой Банком России процентов по стандартным операциям абсорбирования и частичным возвратом ранее предоставленных Банком России средств в рамках мер по финансовому оздоровлению отдельных банков.

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

	01.01.2018 (факт)	01.01.2019		01.01.2020		01.01.2021		01.01.2022	
		Базовый	С неизменными ценами на нефть	Базовый	С неизменными ценами на нефть	Базовый	С неизменными ценами на нефть	Базовый	С неизменными ценами на нефть
<b>1. Денежная база (узкое определение)</b>	<b>9,9</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,7</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>	<b>12,5</b>
1.1. Наличные деньги в обращении (вне Банка России)	9,5	10,3	10,3	10,9	11	11,4	11,6	11,9	12,2
1.2. Обязательные резервы**	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>2. Чистые международные резервы</b>	<b>24,5</b>	<b>27,4</b>	<b>27,4</b>	<b>31,6</b>	<b>32,7</b>	<b>34,5</b>	<b>38</b>	<b>37,1</b>	<b>42,9</b>
– в млрд долл. США***	426	475	475	549	569	599	659	644	745
<b>3. Чистые внутренние активы</b>	<b>-14,7</b>	<b>-16,7</b>	<b>-16,7</b>	<b>-20,4</b>	<b>-21,4</b>	<b>-22,8</b>	<b>-26,1</b>	<b>-24,9</b>	<b>-30,4</b>
3.1. Чистый кредит расширенному правительству	-5,6	-8,4	-8,4	-11,9	-13	-13,8	-17,3	-15,6	-21,3
3.2. Чистый кредит банкам	-3,9	-3,6	-3,6	-4,2	-3,9	-4,9	-4,4	-5,6	-4,9
3.2.1. Валовой кредит банкам	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
3.2.1.1. Требования по операциям рефинансирования****	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
3.2.2. Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-1,9	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
3.2.3. Депозиты кредитных организаций в Банке России и КОБР	-3,0	-2,2	-2,2	-2,8	-2,5	-3,4	-2,9	-4,1	-3,3
3.3. Прочие чистые неклассифицированные активы*****	-5,2	-4,7	-4,7	-4,4	-4,5	-4,1	-4,4	-3,7	-4,2

\* Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определенному исходя из официального курса рубля на начало 2018 года.

\*\* Обязательные резервы кредитных организаций по обязательствам в валюте Российской Федерации, перечисленные в Банк России (не включают средства на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, учитываемые в рамках использования механизма усреднения обязательных резервов).

\*\*\* Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Минфина России по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, операций Банка России по покупке монетарного золота и расчетов по сделкам "валютный своп" по продаже долларов США за рубли.

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

\*\*\*\*\* Включают операции с использованием денежных средств АСВ и Фонда консолидации банковского сектора, чистые процентные расходы Банка России, а также валютную переоценку активов.

Источник: Банк России.

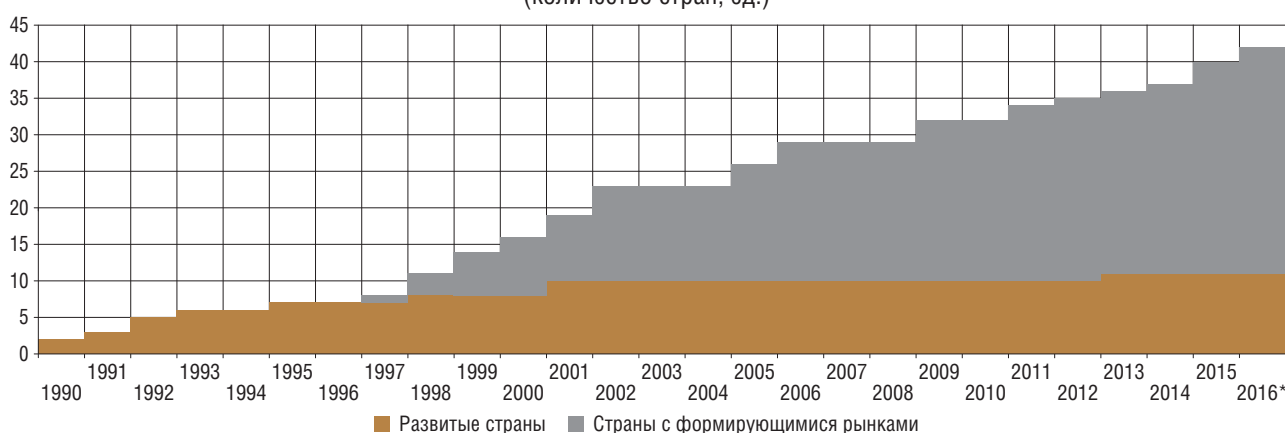
## Приложение 7

### Опыт стран, применяющих режим таргетирования инфляции

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

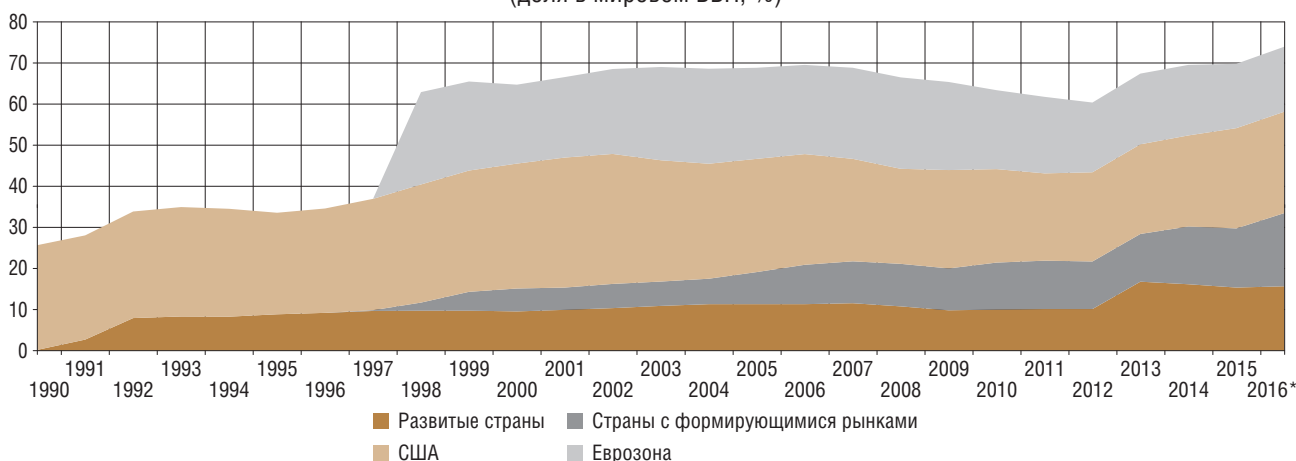
С тех пор как Новая Зеландия в 1989 г. стала первой страной, которая приняла режим таргетирования инфляции, он широко распространился по миру. По данным МВФ, в настоящее время к этой политике перешли 40 стран. На них приходится более трети мирового ВВП. Помимо этого, США и еврозона, которые официально не декларируют режим таргетирования инфляции, стремятся тем не менее к достижению стабильной низкой инфляции с публичной количественной целью. Вместе с ними доля стран, таргетирующих инфляцию, в мировом ВВП возрастает почти до 3/4.

**Все больше стран переходят к режиму таргетирования инфляции...**  
(количество стран, ед.)



\* Наиболее актуальная классификация представлена на 2016 г. в Ежегодном докладе о валютных режимах и валютных ограничениях МВФ.  
Источник: МВФ.

**...а их доля в мировом ВВП растет**  
(доля в мировом ВВП, %)



\* Наиболее актуальная классификация представлена на 2016 г. в Ежегодном докладе о валютных режимах и валютных ограничениях МВФ.  
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

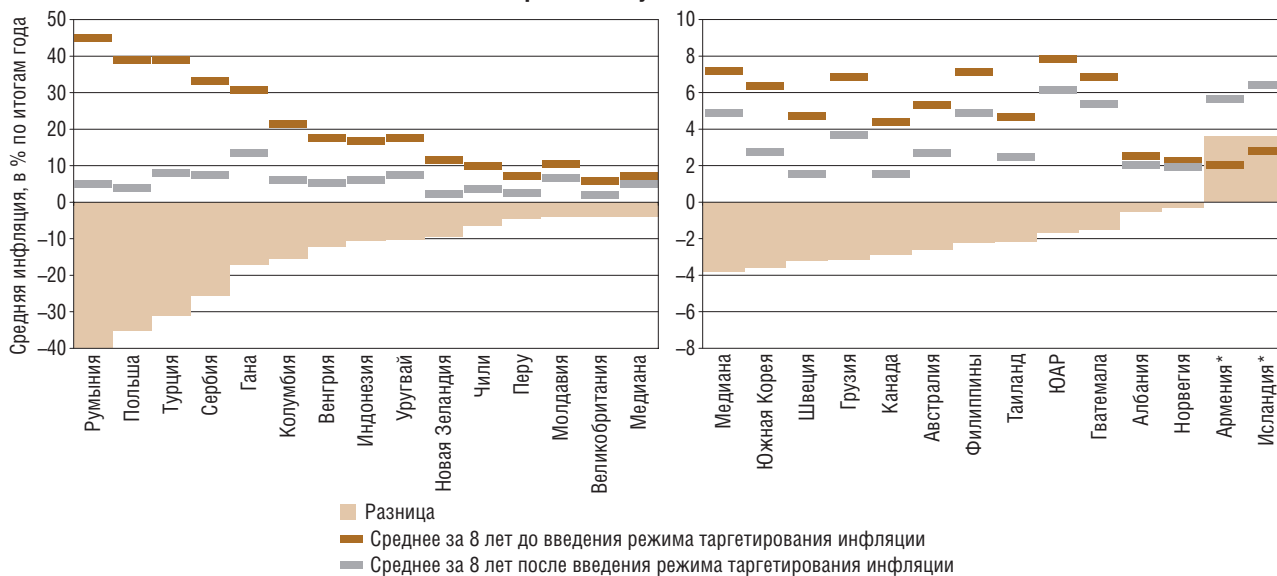
#### Практика применения режима таргетирования инфляции

Результаты исследований свидетельствуют о том, что переход к таргетированию инфляции приводит к снижению уровня<sup>1</sup> и волатильности<sup>2</sup> инфляции, уменьшению влияния колебаний валютного курса на

<sup>1</sup> См. Neuman, von Hagen 2002; Hu 2003; Sheridan, Ball 2005; Goncalvez, Salles 2008; Willard 2006; Lin, Ye 2007; Lin, Ye 2009; Картаев 2016; Aguir 2017; Fratzscher et al. 2017.

<sup>2</sup> См. Wilson 2006; Neanidis, Savva 2013; Bhar, Mallik 2010.

### После введения режима таргетирования инфляция становится однозначной, в 2/3 стран она опустилась ниже 6%...

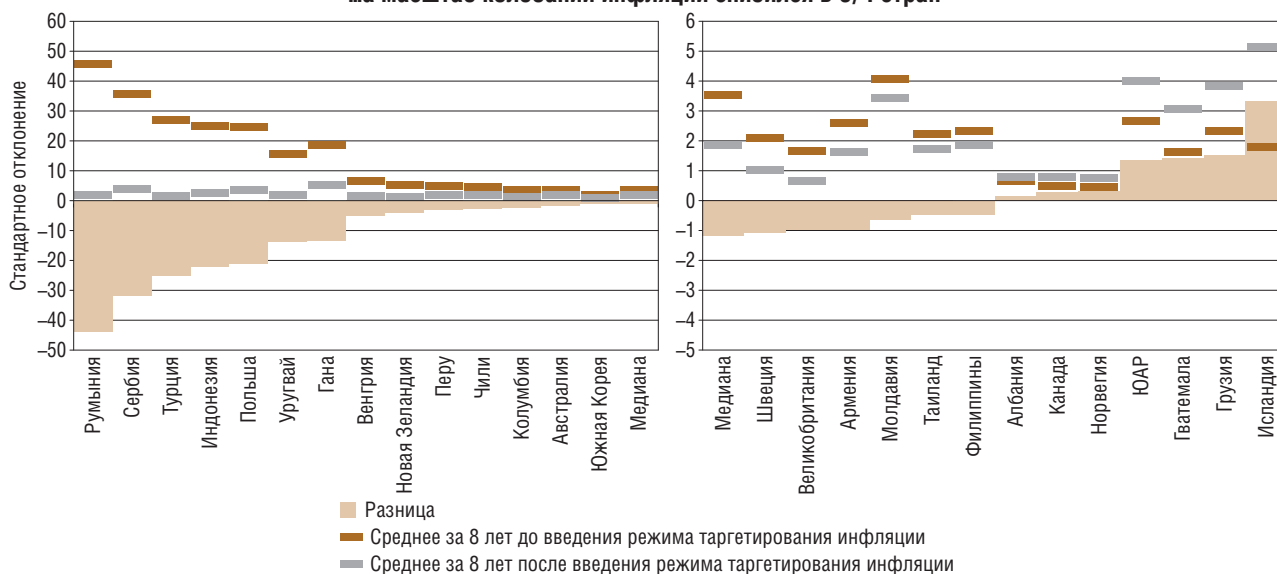


\* В Исландии и Армении инфляция была низкой еще до официального введения политики таргетирования инфляции в 2001 и 2006 гг. соответственно, однако в период мирового финансового кризиса в этих странах произошло ускорение роста цен.

Примечание. В Бразилии и Израиле (не представлены на графиках) инфляция в среднем за 8 лет до введения режима таргетирования инфляции составила 628 и 92% соответственно, в среднем за 8 лет после введения таргетирования инфляции – около 7% для обеих стран.

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

### ...а масштаб колебаний инфляции снизился в 3/4 стран



Примечание. В Бразилии и Израиле (не представлены на графиках) стандартное отклонение инфляции в среднем за 8 лет до введения режима таргетирования инфляции составило около 60 для обеих стран, в среднем за 8 лет после введения таргетирования инфляции – 3 для Бразилии и 2 для Израиля.

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

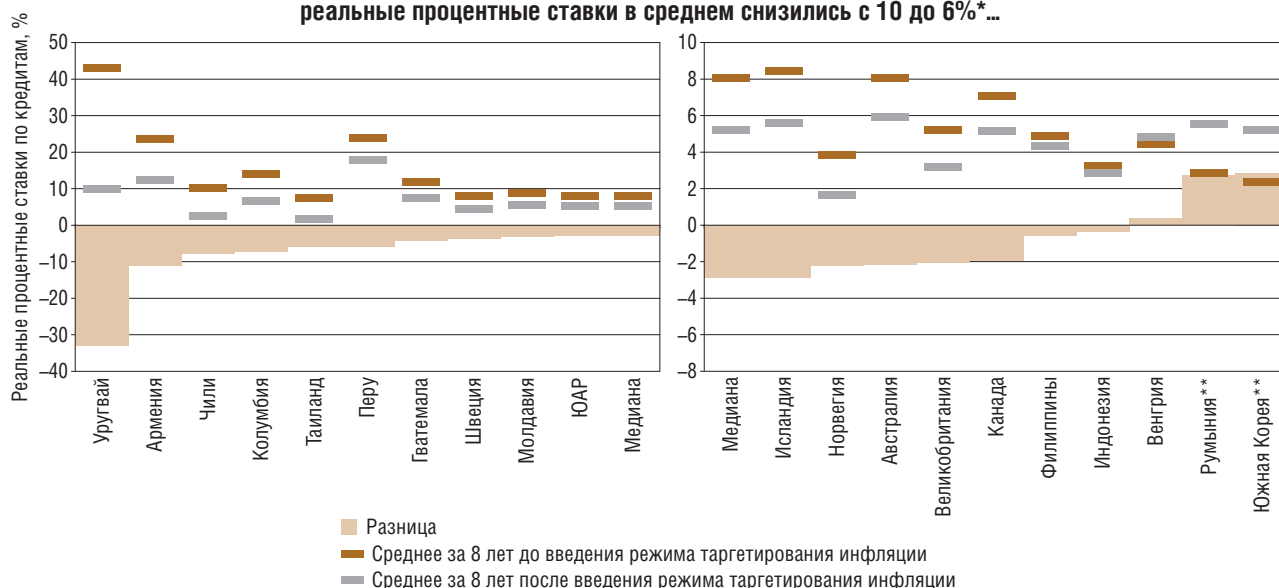
динамику цен<sup>3</sup>, снижению риск-премий<sup>4</sup> и реальных процентных ставок. Выводы исследований последних лет также говорят о положительном влиянии режима таргетирования инфляции на долгосрочный экономический рост<sup>5</sup>. Кроме того, снижение инфляционных ожиданий вслед за снижением инфляции и форми-

<sup>3</sup> См. Edwards 2006; Nogueira Junior 2007; Prasertnukul et al. 2010; Oladipo 2017.

<sup>4</sup> По мнению К. Борьо и соавторов (Borio et al. 2017), основная причина долгосрочного понижательного тренда реальных ставок – последовательная денежно-кредитная политика (в том числе режим таргетирования инфляции). В работах Fouejieu, Roger 2013, Krušković 2014 делается вывод о том, что политика таргетирования инфляции приводит к снижению риск-премий.

<sup>5</sup> В работах “первого поколения” утверждается, что переход к режиму таргетирования инфляции не оказывает значимого влияния на долгосрочный рост – см. Sheridan, Ball 2005; Walsh 2009; Fang et al. 2009; Brito, Bystedt 2010. В то же время в исследованиях последних лет преобладает точка зрения о положительном влиянии – см. Hu 2003; Mollick et al 2011; Kurihara 2013; Ayres et al 2014; Hale, Philippov 2015; Картаев и др. 2016; De Gímaraes e Souza et al. 2016; Aguir 2017; Fratzscher et al. 2017; Kiladze 2017; Iyke, Ho 2018; Картаев 2018.

**После введения режима таргетирования инфляции  
реальные процентные ставки в среднем снизились с 10 до 6%\***



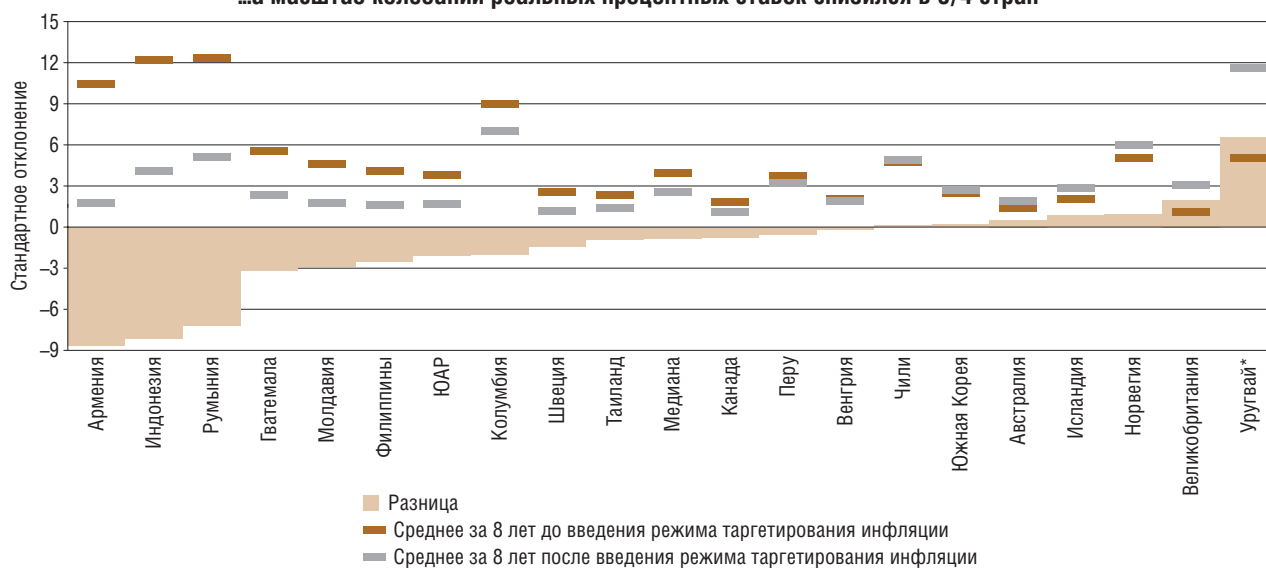
\* Количество стран уменьшено до 20 из-за отсутствия данных.

\*\* В Южной Корее и Румынии реальные процентные ставки до введения режима таргетирования инфляции находились на низком уровне (2,4 и 2,8% соответственно).

После перехода к режиму для поддержания инфляции на стабильно низком уровне реальные процентные ставки стали формироваться на более высоком уровне.

Источники: Всемирный банк, расчеты Банка России.

**...а масштаб колебаний реальных процентных ставок снизился в 3/4 стран**



\* Рост волатильности реальных процентных ставок в Уругвае связан с резким повышением номинальных процентных ставок в год перехода к режиму таргетирования инфляции.

Источники: Всемирный банк, расчеты Банка России.

рование доверия общества к цели по инфляции позволяют более активно проводить контрциклическую денежно-кредитную политику и сглаживать влияние негативных внешних факторов на экономику<sup>6</sup>.

Темпы роста потребительских цен снижаются в результате проведения последовательной денежно-кредитной политики, важными предпосылками которой являются независимость и подотчетность центрального банка. По мере замедления инфляции снижается и ее волатильность. Таким образом достигается ценовая стабильность, что защищает доходы и сбережения бизнеса и домашних хозяйств от непредсказуемого обесценения. На этом фоне растет доверие к национальной валюте, а также снижается валютизация экономики.

<sup>6</sup> См. Fisher (2011), IMF World Economic Outlook (2018).

**После перехода к режиму таргетирования инфляции повышается устойчивость экономического роста, хотя в переходный период возможно замедление экономики**



\* Это трехлетний период, который включает в себя год перехода, а также один год до и после этого.

Источники: МВФ, расчеты Банка России.

В условиях стабильной и низкой инфляции уменьшается неопределенность в экономике, снижаются инфляционные ожидания и премия за риск. Это способствует снижению реальных процентных ставок – особенно долгосрочных – и сокращению масштабов их колебаний. В результате формируется более предсказуемая среда для бизнеса и домашних хозяйств, что важно для расширения инвестиций и устойчивости темпов экономического роста.

В период введения режима таргетирования инфляции центральные банки придерживаются относительно жесткой денежно-кредитной политики, чтобы обеспечить снижение инфляции до целевого уровня, который, как правило, существенно ниже, чем исторически наблюдаемые значения темпов роста потребительских цен. На этом переходном этапе может происходить некоторое замедление темпов роста ВВП, однако по мере достижения ценовой стабильности проявляются положительные эффекты политики таргетирования инфляции.

При этом для успешного экономического развития необходима как последовательная денежно-кредитная политика центрального банка, так и сбалансированная бюджетная политика, а также отсутствие существенных дисбалансов в экономике, которые могут сделать ее уязвимой к воздействию негативных внешних факторов.

Результаты применения режима таргетирования инфляции можно проиллюстрировать на основе статистических данных по странам, которые имеют достаточно продолжительный опыт применения данной политики. Для примера выбраны страны, использующие режим таргетирования инфляции не менее восьми лет, чтобы можно было с большей уверенностью говорить о проявлении его эффектов<sup>7</sup>.

### Достижение центральными банками цели по инфляции

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

Большинство центральных банков, таргетирующих инфляцию, успешно добиваются поставленных целей. Для 3/4 стран среднее отклонение инфляции от цели с момента введения режима составляет менее 1 п.п., и только у четырех из них оно превысило 2 процентных пункта<sup>8</sup>. При этом каждая страна сталкивалась с ситуацией, когда инфляция временно отклонялась от цели более значительно, но важно, что центральным банкам удавалось вернуть ее к целевому уровню. В странах с длительным опытом применения

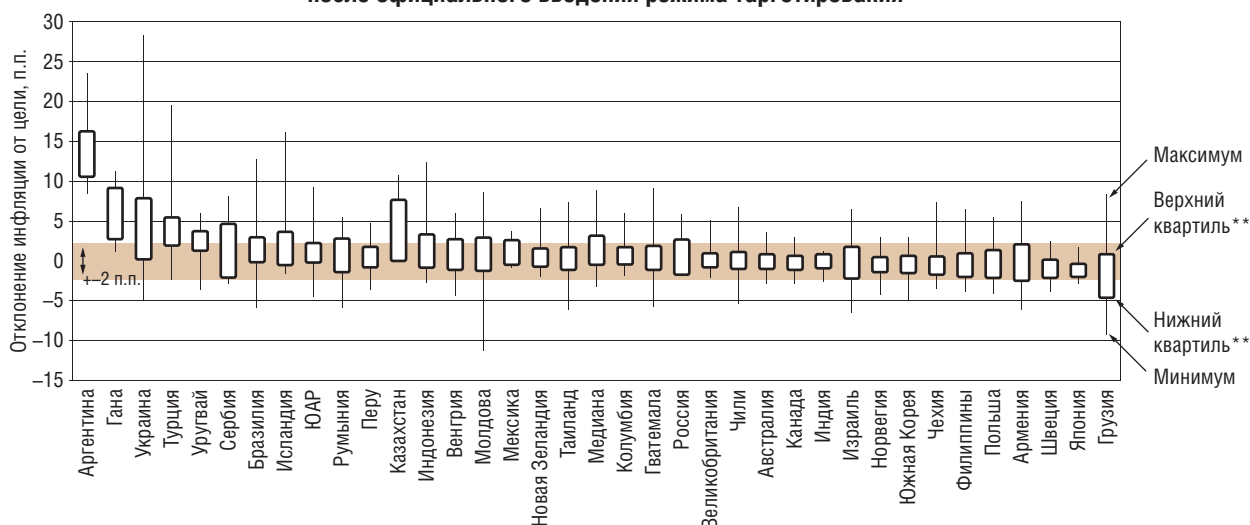
<sup>7</sup> В этот список входят 30 стран (см. таблицу “Информация по странам, таргетирующим инфляцию”). Для Чехии отсутствуют данные по инфляции в период до принятия режима таргетирования инфляции.

Источник: МВФ.

<sup>8</sup> Расчеты приведены для каждой страны с момента введения режима таргетирования инфляции.



**Центральные банки достигают поставленных целей по инфляции  
после официального введения режима таргетирования\***



\* Данные приведены для 36 стран. Для Албании, Доминиканской Республики, Парагвая, Уганды отсутствуют данные по месячной инфляции или по историческим целям центрального банка.

\*\* Нижний квартиль – это значение, меньше которого или равно которому 25% выборки. Верхний квартиль – это значение, меньше которого или равно которому 75% выборки.

Источники: МВФ, сайты центральных банков стран, расчеты Банка России.

режима таргетирования инфляции, например в Великобритании, Канаде или Австралии, инфляция в среднем находится вблизи цели, что подтверждает успешность их денежно-кредитной политики.

В начале 2015 г. Банк России перешел к режиму таргетирования инфляции, поставив цель снизить годовую инфляцию до 4% к концу 2017 г. и далее поддерживать ее вблизи данного уровня. Во второй половине 2017 г. и в 2018 г. годовая инфляция находилась вблизи 4% или ниже этого уровня. В дальнейшем основной задачей Банка России будет закрепление годовой инфляции вблизи 4%.

**Информация по странам, таргетирующим инфляцию (по состоянию на июнь 2018 г.)**

№	Страна	Дата перехода к режиму	Формат цели по состоянию на 2017 г. <sup>1</sup> , %	Средняя годовая инфляция с момента перехода, %	Средняя годовая инфляция с 2017 г. <sup>2</sup> , %	Горизонт для достижения цели
1	Новая Зеландия	1990	2 ± 1	2,1	1,6	Среднесрочный
2	Канада	1991	2 ± 1	1,9	1,8	На следующие 6–8 кварталов
3	Великобритания	1992	2	2,1	2,5	Среднесрочный. Отклонения от цели должны быть устранены в “разумный срок”, не вызывая нестабильности в экономике
4	Израиль <sup>3</sup>	1992	1–3	3,8	0,3	Не более двух лет
5	Австралия	1993	2–3	2,5	2,0 <sup>4</sup>	Среднесрочный. Текущая инфляция может кратковременно отклоняться от цели, но средняя инфляция должна соответствовать диапазону значений
6	Швеция	1995	2	1,5	1,8	На несколько лет
7	Чешская Республика	1997	2 ± 1	2,8	2,3	На 12–18 месяцев. Допускается отклонение инфляции от цели в результате сильных внешних шоков
8	Польша	1998	2,5 ± 1	3,1	2,0	Среднесрочный

№	Страна	Дата перехода к режиму	Формат цели по состоянию на 2017 г. <sup>1</sup> , %	Средняя годовая инфляция с момента перехода, %	Средняя годовая инфляция с 2017 г. <sup>2</sup> , %	Горизонт для достижения цели
9	Южная Корея	1998	2	2,6	1,8	Среднесрочный. Цель устанавливается каждые три года на три года вперед. Следующий пересмотр цели в конце 2018 года. Если инфляция отклоняется от цели более чем на 0,5 п.п. в любую сторону на протяжении 6 месяцев подряд, Банк Кореи должен объяснить причины отклонения, прогноз инфляции, стратегию по возврату к цели
10	Бразилия <sup>3</sup>	1999	4,5 ± 1,5	6,6	3,3	Текущая цель установлена на 2017–2018 годы. Но горизонт, в течение которого Центральный банк Бразилии считает необходимым вернуть инфляцию к цели, если она отклонится от нее из-за шоков, зависит как от природы шоков, так и от их продолжительности
11	Колумбия <sup>3</sup>	1999	2–4	5,3	4,0	Долгосрочный
12	Чили	1999	3 ± 1	3,3	2,1	Среднесрочный (на двухлетний период)
13	Таиланд <sup>3</sup>	2000	2,5 ± 1,5	2,1	0,7	Среднесрочный
14	ЮАР	2000	3–6	5,8	4,8	На постоянной основе
15	Венгрия	2001	3 ± 1	4,0	2,3	Среднесрочный (на 1,5–2 года)
16	Исландия	2001	2,5	4,9	2,0	Постоянно с 2001 года. При отклонении от цели на 1,5 п.п. в любую сторону центральный банк должен представить публичный отчет в правительство, объяснив причины отклонения и меры по возвращению инфляции к цели
17	Норвегия	2001	2,5	2,0	2,0	Среднесрочный. Горизонт зависит от влияния внешних шоков и состояния реального сектора
18	Гана <sup>3</sup>	2002	8 ± 2	13,5	11,6	Среднесрочный. Если инфляция длительное время находится выше цели, процентная политика проводится таким образом, чтобы вернуть инфляцию к цели в течение разумного периода времени без создания чрезмерной нестабильности в экономике
19	Перу	2002	2 ± 1	2,8	2,2	Постоянно
20	Уругвай	2002	3–7	8,9	6,5	На 24 месяца
21	Филиппины	2002	3 ± 1	3,9	3,2	Среднесрочный (на двухлетний период)
22	Гватемала <sup>3</sup>	2005	4 ± 1	5,2	4,3	Среднесрочный
23	Индонезия	2005	4 ± 1 на 2017 3,5 ± 1 на 2018 и 2019 3 ± 1 на 2020 и 2021	6,5	3,7	На следующие три года
24	Румыния	2005	2,5 ± 1	4,0	2,4	Среднесрочный
25	Армения	2006	4,0 ± 1,5	4,3	1,5	На следующие три года. Промежуточная цель – прогнозный уровень инфляции (оценивается его отклонение от целевого уровня)

№	Страна	Дата перехода к режиму	Формат цели по состоянию на 2017 г. <sup>1</sup> , %	Средняя годовая инфляция с момента перехода, %	Средняя годовая инфляция с 2017 г. <sup>2</sup> , %	Горизонт для достижения цели
26	Сербия	2006	3 ± 1,5	6,0	2,7	На каждый месяц. Это означает, что наблюдение за достижением цели ведется постоянно, а не только в конце года. При этом допускается краткосрочное отклонение инфляции от цели, если меры, необходимые для ее возвращения к целевому значению, окажут деструктивное влияние на макроэкономические процессы
27	Турция <sup>3</sup>	2006	5 ± 2	8,5	11,3	На 2 года
28	Албания	2009	3	2,2	2,0	Среднесрочный (от 1 до 3 лет)
29	Грузия <sup>3</sup>	2009	4 ± 1,5 на 2017 3 ± 1,5 на 2018	3,6	6,7 <sup>4</sup>	На следующие 3 года
30	Молдавия <sup>3</sup>	2009	5 ± 1,5	5,9	6,5	На следующие 2 года
31	Парагвай	2011	4 ± 2	4,1	3,8	Среднесрочный
32	Уганда	2011	5 ± 3	7,6	4,2	На 1–3 года
33	Доминиканская Республика	2012	4 ± 1	2,9	3,6	На 24 месяца
34	Япония <sup>3</sup>	2013	2	1,0	0,6	Примерно на два года
35	Россия	2014	4	8,1	3,2	Банк России не устанавливает дату или период времени для достижения цели по инфляции и стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% постоянно
36	Казахстан	2015	6–8 на 2017 5–7 на 2018 4–6 на 2019 4 с 2020	9,7	7,1	На следующий год. Среднесрочная цель – довести инфляцию до уровня ниже 4% к 2020 году
37	Мексика <sup>3</sup>	2015 <sup>5</sup>	3 ± 1	4,1	5,7	Среднесрочный
38	Украина <sup>3</sup>	2015	8 ± 2 на 2017 6 ± 2 на 2018 далее 5 ± 1	23,1	14,2	Ежегодный на период дезинфляции и далее среднесрочный
39	Аргентина <sup>3</sup>	2016	12–17 на 2017 8–12 на 2018 5 ± 1,5 на 2019	24,8	24,8 <sup>4</sup>	На следующие 3 года
40	Индия	2016	2–6	4,2	3,6	Цель устанавливается каждые 5 лет на 5 лет вперед. Следующий пересмотр цели – весной 2021 года

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

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

<sup>3</sup> На 2017 г. 27 из 40 стран добились поставленных целей по инфляции. Возможно выделить несколько причин, почему центральные банки не добились выполнения цели по инфляции в 2017 году.

• В Гане, Колумбии, Бразилии подходит к концу период дезинфляции, и в 2018 г. они, скорее всего, достигнут цели.

• Таиланд, Израиль и Япония находятся на пути выхода из дефляции, вызванной рецессией.

• Гватемала, Грузия, Мексика и Молдавия на протяжении предыдущих лет находились в пределах диапазона, но ввиду разных причин кратковременно отклонились от цели.

• Аргентина, Турция и Украина пока не могут достичь цели из-за непоследовательной денежно-кредитной политики и финансовой нестабильности.

<sup>4</sup> Для Австралии, Аргентины и Грузии отсутствуют данные помесячной инфляции, поэтому приведена годовая инфляция на 2017 год.

<sup>5</sup> Мексика впервые перешла к таргетированию инфляции в 2001 г., но на текущий момент МВФ принимает за точку отсчета 2015 год.

**При подготовке данного приложения использовались следующие источники:**

1. Картаев Ф.С. (2018). Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран. *Финансы: теория и практика*, том 22, №1.
2. Картаев Ф.С. (2017). Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста? *Вопросы экономики*, № 2, с. 62–74.
3. Картаев Ф.С., Филиппов А.П., Хазанов А.А. (2016). Эконометрическая оценка воздействия таргетирования инфляции на динамику ВВП. *Журнал Новой экономической ассоциации*, № 1, с.107–129.
4. Aguir A. (2017). Stability and Economic Performance of the Inflation-Targeting Policy Facing the Crisis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, № 7 (4), pp. 448–452.
5. Ayres K., Belasen A.R., Kutan A.M. (2014). Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*, Vol. 2, № 36, pp. 373–388.
6. Bhar R., Mallik G. (2010). Inflation, inflation uncertainty and output growth in the USA. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, Vol. 389, № 23, pp. 5503–5510.
7. Borio C., Disyatat P., Juselius M., & Rungcharoenkitkul P. (2017). Why so low for so long? A long-term view of real interest rates.
8. Brito R., Bystedt B. (2010). Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence. *Journal of Development Economics*, Vol. 91, № 2, pp. 198–210.
9. Edwards S. (2006). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. *NBER Working Paper*, № 12163.
10. Fang W., Miller S., Lee C. (2009). What can we learn about inflation targeting? Evidence from time-varying treatment effects. *University of Connecticut Working Paper*, № 14R.
11. Fratzscher M., Grosse Steffen C., Rieth M. (2017). Inflation Targeting as a Shock Absorber.
12. Gonçalves C.E.S., Salles J.M. (2008). Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, Vol. 85, № 1–2, pp. 312–318.
13. De Guimarães e Souza G.J., de Mendonça H.F., de Andrade J.P. (2016). Inflation targeting on output growth: A pulse dummy analysis of dynamic macroeconomic panel data. *Economic Systems*, Vol. 40, № 1, pp. 145–169.
14. Fouejieu M.A., Roger M.S. (2013). Inflation targeting and country risk: an empirical investigation (№ 13–21). *International Monetary Fund*.
15. Hale G., Philippov A. (2015). Is transition to inflation targeting good for growth? *FRBSF Economic Letter*, № 2015–14.
16. Ho S.Y., Njindan Iyke B. (2018). Financial Development, Growth and Poverty Reduction: Evidence from Ghana.
17. Hu Y. (2003). Empirical investigations of inflation targeting. *Institute for International Economics Working Paper*, № 3–6.
18. Kiladze N. (2017, July). Evaluating Inflation Targeting Regime-Case Study: Georgia. In *Proceedings of International Academic Conferences* (№ 5408043). *International Institute of Social and Economic Sciences*.
19. Krušković B.D., & Maričić T. (2015). Empirical Analysis of the impact of foreign exchange reserves to economic growth in emerging economies. *Applied economics and finance*, № 2 (1), pp. 102–109.
20. Kurihara Y. (2013). Does adoption of inflation targeting reduce exchange rate volatility and enhance economic growth? *Journal of World Economic Research*, Vol. 2, № 6, pp. 104–109.
21. Lin S., Ye H. (2007). Does inflation targeting really make a difference? Evaluating the treatment effect of inflation targeting in seven industrial countries. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, № 8, pp. 2521–2533.
22. Lin S., Ye H. (2009). Does inflation targeting make a difference in developing countries? *Journal of Development Economics*, Vol. 89, № 1, pp. 118–123.
23. Mollick A., Cabral R., Carneiro F. (2011). Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 33, № 4, pp. 537–551.
24. Neanidis K.C., Savva C.S. (2013). Macroeconomic uncertainty, inflation and growth: Regime-dependent effects in the G7. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 35, № C, pp. 81–92.
25. Neuman M.J.M., von Hagen J. (2002). Does inflation targeting matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 84, № 4, pp. 127–148.
26. Nogueira Junior R.P. (2007). Inflation targeting and exchange rate pass-through. *Economia Aplicada*, Vol. 11, № 2, pp. 189–208.
27. Prasertnukul W., Kim D., Kakinaka M. (2010). Exchange rates, price levels, and inflation targeting: Evidence from Asian countries. *Japan and the World Economy*, Vol. 22, № 3, pp. 173–182.
28. Sheridan N., Ball L.M. (2005). Does inflation targeting matter? In: B.S. Bernanke, M. Woodford (eds.). *The inflation targeting debate*. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, pp. 249–276.

29. Walsh C.E. (2009). Inflation targeting: What have we learned? *International Finance*, Vol. 12, № 2, pp. 195–233.
30. Willard L.B. (2006). Does inflation targeting matter? A reassessment. Princeton University CEPS Working Paper, № 120.
31. Wilson B. K. (2006). The links between inflation, inflation uncertainty and output growth: New time series evidence from Japan. *Journal of Macroeconomics*, Vol. 28, № 3, pp. 609–620.
32. Fisher P. (2011). Current issues in monetary policy. In speech given at the Global Borrowers and Investors Forum, London, № 21, June.
33. International Monetary Fund. 2018. *World Economic Outlook: Challenges to Steady Growth*. Washington, DC, October.

## Приложение 8

### *График заседаний Совета директоров Банка России в 2019 году*

Банк России планирует проводить в 2019 г. заседания Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в соответствии со следующим графиком:

8 февраля;  
22 марта;  
26 апреля;  
14 июня;  
26 июля;  
6 сентября;  
25 октября;  
13 декабря.

Заседания Совета директоров Банка России 22 марта, 14 июня, 6 сентября и 13 декабря будут сопровождаться публикацией Доклада о денежно-кредитной политике и проведением пресс-конференции Председателя Банка России.

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

## Приложение 9

### Статистические таблицы

Таблица 1

#### ВВП, инфляция и процентные ставки в странах БРИКС, США и еврозоне (данные по состоянию на 24.10.2018)

Страны	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых	Ставка банковского кредита нефинансовому сектору на срок до 1 года / 1 год, % годовых	Инфляция, в % к соответствующему месяцу предыдущего года <sup>1</sup>	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварталу предыдущего года <sup>2</sup>	Источник данных
Россия	7,50	8,72	3,4	1,9	Банк России, Росстат
Бразилия	6,50	38,00	4,5	1,0	Banco Central do Brazil, Instituto Brasileiro e Geografia e Estatistica, IMF
Индия	6,50	9,45	3,8	8,2	Reserve Bank of India, IMF, Government of India, Central Statistical Office
Китай	4,35	4,35	2,5	6,5	IMF, Trading Economics, National Bureau of Statistics of China
ЮАР	6,50	10,00	4,9	0,4	South African Reserve Bank, Trading Economics, Statistics South Africa
США	2,00–2,25	5,25	2,3	2,9	Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics
Еврозона	0,00	2,42 <sup>3</sup>	2,1	2,3	ECB, Eurostat

<sup>1</sup> Сентябрь 2018 года.

<sup>2</sup> II квартал 2018 г., Китай – III квартал 2018 года.

<sup>3</sup> По кредитам на срок от 3 месяцев до 1 года на сумму до 0,25 млн евро.

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

Таблица 2

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодовоощную 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
Сентябрь	3,0	2,8	2,0	2,5	-2,4	3,1	2,8	4,2
Октябрь	2,7	2,5	1,6	2,0	-2,2	2,8	2,5	4,2
Ноябрь	2,5	2,3	1,1	1,4	-2,5	2,7	2,4	4,3
Декабрь	2,5	2,1	1,1	1,0	1,2	2,8	2,3	4,4



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

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной 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)

	ВВП¹	ИВВД²	Промышленное производство	Сельское хозяйство	Строительство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Оборот оптовой торговли	Реальные располагаемые денежные доходы населения	Реальная заработная плата	Уровень безработицы (в % к рабочей силе)
<b>2015</b>											
Январь		-1,7	0,0	2,2	-4,6	-3,7	-4,4	-3,4	-1,5	-8,4	5,5
Февраль		-3,3	-1,8	2,6	-1,7	-1,2	-7,5	-6,3	-2,3	-7,4	5,8
Март	-1,5	-1,4	1,2	3,6	-3,0	0,9	-9,0	-6,9	-2,1	-10,6	5,9
Апрель		-3,5	-1,8	2,7	-3,0	-1,0	-9,9	-8,5	-2,3	-9,6	5,8
Май		-4,1	-2,4	2,1	-5,7	-3,6	-9,5	-10,3	-7,4	-7,4	5,6
Июнь	-3,3	-2,8	-0,9	1,0	-5,9	-2,9	-9,7	-6,1	-3,6	-8,6	5,4
Июль		-3,0	-1,5	-2,6	-6,0	2,3	-9,6	-6,0	-3,2	-9,2	5,3
Август		-1,5	0,2	1,9	-7,8	0,9	-9,5	-3,9	-5,0	-9,0	5,3
Сентябрь	-2,6	-1,5	-0,3	3,1	-6,1	1,4	-10,7	-3,3	-4,7	-10,4	5,2
Октябрь		-2,3	-1,6	7,0	-2,3	5,0	-11,3	-4,5	-6,5	-10,5	5,5
Ноябрь		-1,6	1,0	1,7	-1,5	3,9	-12,2	-6,7	-6,1	-10,4	5,8
Декабрь	-2,7	-2,9	-1,9	3,0	-0,3	4,1	-14,1	-1,0	5,0	-8,4	5,8
<b>2016</b>											
Январь		-1,5	-0,5	3,3	-5,1	1,0	-6,2	-3,0	-6,0	-3,6	5,8
Февраль		1,8	2,2	3,8	-3,7	3,9	-3,7	7,8	-3,7	0,6	5,8
Март	-0,5	0,3	-0,3	3,6	-0,4	-0,2	-5,1	8,5	-0,6	1,5	6,0
Апрель		0,0	0,2	3,5	-3,2	0,7	-4,3	7,1	-6,6	-1,1	5,9
Май		0,1	0,8	3,4	-4,1	0,7	-5,3	7,7	-5,1	1,0	5,6
Июнь	-0,4	0,5	2,4	2,9	-5,2	1,8	-5,0	4,5	-4,4	1,1	5,4
Июль		1,7	2,9	7,4	-0,7	1,5	-4,4	1,2	-8,1	-1,3	5,3
Август		1,6	1,6	5,7	-0,4	3,0	-4,3	6,0	-10,0	2,7	5,2
Сентябрь	-0,2	1,1	2,1	4,7	-5,1	4,1	-3,2	1,4	-2,5	1,9	5,2
Октябрь		2,8	4,6	4,3	-1,4	-0,7	-4,3	-1,4	-5,9	0,4	5,4
Ноябрь		4,7	5,6	6,8	0,7	2,6	-4,3	3,9	-6,2	2,1	5,4
Декабрь	0,4	1,4	4,1	3,4	-1,1	3,1	-5,3	-5,5	-7,3	2,8	5,3
<b>2017</b>											
Январь		4,3	5,6	0,9	-2,5	8,2	-2,0	4,3	8,9³	1,0	5,6
Февраль		-0,7	-0,3	0,5	-5,0	3,9	-2,8	-3,6	-3,8	0,8	5,6
Март	0,6	2,5	3,5	1,5	-5,4	6,4	0,0	3,2	-4,0	3,1	5,4
Апрель		2,7	3,2	1,1	-5,4	7,0	0,3	2,5	-7,8	3,8	5,3
Май		6,0	6,9	0,6	-1,9	9,6	1,1	7,4	-0,5	2,7	5,2
Июнь	2,5	3,7	3,4	-1,0	-1,0	8,9	1,4	10,1	-0,1	3,8	5,1
Июль		1,2	0,2	-2,4	-0,6	6,1	1,3	7,6	-4,0	3,0	5,1
Август		4,2	4,0	5,5	0,6	7,7	1,7	6,2	-1,0	2,3	4,9
Сентябрь	2,2	4,2	3,5	8,8	0,1	2,9	3,1	5,3	-0,9	4,3	5,0
Октябрь		1,3	0,2	-2,2	-3,1	6,4	3,4	9,7	-1,4	5,4	5,0
Ноябрь		0,0	-1,5	1,5	-1,1	-0,3	3,1	8,3	-0,1	5,8	5,1
Декабрь	0,9	0,1	-1,7	3,5	1,3	0,2	3,3	6,3	-1,2	6,2	5,1

	ВВП <sup>1</sup>	ИБВЭД <sup>2</sup>	Промышленное производство	Сельское хозяйство	Строительство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Оборот оптовой торговли	Реальные располагаемые денежные доходы населения	Реальная заработная плата	Уровень безработицы (в % к рабочей силе)
<b>2018</b>											
Январь		2,3	2,4	2,5	0,2	1,1	2,9	1,6	-6,8 <sup>3</sup>	11,0	5,2
Февраль		2,7	3,2	2,5	-0,2	1,9	2,0	1,9	4,2	10,5	5,0
Март	1,3	1,9	2,8	2,6	-9,7	4,4	2,2	0,5	4,6	8,7	5,0
Апрель		3,7	3,9	2,5	1,4	4,9	2,9	5,1	5,6	7,6	4,9
Май		3,8	3,7	2,3	5,6	3,1	2,6	6,1	0,2	7,6	4,7
Июнь	1,9	1,6	2,2	0,9	-1,3	2,1	3,3	1,4	0,5	7,2	4,7
Июль		2,8	3,9	0,8	-0,7	4,1	2,7	2,5	2,4	7,5	4,7
Август		1,1	2,7	-11,3	-0,8	2,6	2,8	1,6	-0,9	6,8	4,6
Сентябрь			2,1	-6,0	0,1	1,9	2,2		-1,5	7,2	4,5

<sup>1</sup> Квартальные данные.

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

<sup>3</sup> С учетом единовременной выплаты в 2017 году.

Источник: Росстат.

Таблица 4

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

	Денежная масса (M2)	Широкая денежная масса <sup>2</sup>	Депозиты небанковского сектора <sup>3</sup> в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора <sup>3</sup> в иностранной валюте <sup>4</sup>		Чистые иностранные активы банковской системы <sup>4</sup>	Кредит экономике <sup>2</sup>	Кредит физическим лицам <sup>2</sup>	Кредит организациям <sup>2</sup>
			Физических лиц	Организаций	Физических лиц	Организаций				
<b>2016</b>										
01.01.2016	11,3	11,8	19,4	8,0	8,3	13,7	1,3	3,2	-6,4	6,5
01.02.2016	9,5	9,7	18,2	1,5	7,9	10,8	5,9	3,8	-5,7	6,9
01.03.2016	9,9	10,0	16,9	2,8	5,7	11,4	8,8	2,7	-4,8	5,2
01.04.2016	11,8	11,4	16,4	7,5	5,4	12,4	9,6	4,5	-3,7	7,2
01.05.2016	10,8	10,1	15,7	4,6	2,0	10,8	8,3	4,2	-2,8	6,6
01.06.2016	12,0	11,2	16,3	7,2	-0,2	14,7	7,7	4,6	-2,2	6,8
01.07.2016	12,3	10,2	16,2	8,0	0,0	6,9	5,3	4,8	-1,6	6,8
01.08.2016	12,3	9,2	15,4	9,3	0,4	0,9	4,9	5,2	-1,2	7,2
01.09.2016	11,8	7,9	16,1	7,2	0,5	-2,4	5,3	4,8	-0,8	6,6
01.10.2016	12,8	7,1	15,7	10,6	1,2	-10,6	3,1	4,6	-0,2	6,1
01.11.2016	12,1	6,1	15,6	9,7	0,8	-13,6	1,9	4,7	0,3	6,1
01.12.2016	11,3	5,5	15,8	7,1	0,4	-12,4	1,6	4,1	0,9	5,1
<b>2017</b>										
01.01.2017	9,2	4,0	14,2	4,0	0,4	-13,6	0,1	3,4	1,4	3,9
01.02.2017	11,9	7,1	16,3	8,9	3,2	-6,3	2,4	4,3	1,6	5,0
01.03.2017	12,1	7,2	16,2	10,2	5,0	-8,0	4,8	4,7	1,9	5,5
01.04.2017	11,1	6,0	15,7	7,6	3,4	-11,4	3,7	5,0	3,1	5,5
01.05.2017	10,1	5,5	14,0	6,9	3,8	-11,3	1,6	5,1	4,1	5,4
01.06.2017	10,0	6,1	13,5	7,0	3,6	-7,1	5,7	5,5	4,8	5,7
01.07.2017	10,5	6,5	14,1	7,1	2,6	-7,1	6,1	5,7	5,9	5,6
01.08.2017	9,0	6,5	13,3	3,6	1,0	1,7	8,3	6,0	6,4	5,9
01.09.2017	9,0	6,5	12,7	3,9	0,2	1,6	6,6	6,7	7,7	6,4
01.10.2017	9,5	6,8	13,0	4,5	-1,6	2,2	7,0	7,5	8,6	7,2
01.11.2017	10,0	7,5	12,7	6,1	-2,7	4,7	6,8	8,6	9,7	8,3
01.12.2017	10,1	8,2	12,5	6,3	-1,9	8,5	9,2	9,3	11,0	8,8
<b>2018</b>										
01.01.2018	10,5	8,6	12,6	7,9	-2,2	9,0	13,8	8,9	12,1	8,0
01.02.2018	9,4	7,4	11,3	7,4	-1,3	5,0	13,4	8,3	13,9	6,7
01.03.2018	9,3	6,6	11,8	5,5	-2,0	-0,1	11,9	8,7	14,7	7,0
01.04.2018	9,9	7,6	12,6	5,3	-2,7	4,1	12,7	9,1	15,8	7,2
01.05.2018	11,5	8,5	14,0	7,5	-7,6	5,3	11,7	9,0	16,3	7,0
01.06.2018	10,3	7,7	13,2	4,7	-8,1	6,3	8,1	9,0	17,6	6,5
01.07.2018	11,4	8,3	12,8	8,4	-8,0	5,5	7,9	8,9	18,4	6,2
01.08.2018	11,8	8,1	13,3	8,8	-6,4	1,2	7,0	9,4	19,3	6,5
01.09.2018	12,6	8,2	13,0	11,3	-7,4	-1,6	7,1	8,9	19,9	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).

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

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

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

Таблица 5

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

	Денежная масса (M2)	Широкая денежная масса	Депозиты небанковского сектора <sup>2</sup> в национальной валюте		Депозиты небанковского сектора <sup>2</sup> в иностранной валюте, млрд долл. США		Чистые иностранные активы банковской системы, млрд долл. США	Кредит экономике	Кредит физическим лицам	Кредит организациям
			Физических лиц	Организаций	Физических лиц	Организаций				
<b>2016</b>										
01.01.2016	35 180	51 370	16 045	11 896	90,6	123,6	450,8	52 982	11 647	41 335
01.02.2016	33 966	50 832	15 641	11 270	88,4	128,4	464,6	53 297	11 594	41 702
01.03.2016	34 310	51 140	15 885	11 275	87,0	129,2	460,0	53 159	11 570	41 589
01.04.2016	34 689	50 051	16 013	11 534	87,8	130,2	467,7	52 216	11 518	40 697
01.05.2016	35 105	49 674	16 377	11 427	88,9	127,9	481,7	52 059	11 512	40 548
01.06.2016	35 643	50 343	16 562	11 785	88,3	125,1	472,9	52 374	11 524	40 850
01.07.2016	35 857	49 963	16 827	11 657	89,2	121,0	475,6	52 111	11 519	40 592
01.08.2016	36 032	50 192	16 942	11 628	89,7	112,7	467,2	52 743	11 592	41 151
01.09.2016	36 170	49 877	17 077	11 654	90,2	112,1	474,3	52 612	11 639	40 973
01.10.2016	36 149	49 544	17 100	11 636	91,3	111,8	473,7	52 361	11 670	40 690
01.11.2016	36 051	49 167	17 202	11 510	91,5	108,4	469,8	52 560	11 690	40 870
01.12.2016	36 433	49 854	17 427	11 688	90,5	108,4	463,4	52 935	11 738	41 197
<b>2017</b>										
01.01.2017	38 418	50 903	18 328	12 375	91,0	106,8	451,3	52 689	11 756	40 933
01.02.2017	38 017	51 223	18 195	12 278	91,2	120,2	475,8	52 996	11 716	41 280
01.03.2017	38 475	51 142	18 461	12 427	91,4	118,9	481,9	52 778	11 727	41 052
01.04.2017	38 555	50 672	18 529	12 415	90,8	115,4	485,2	52 917	11 836	41 081
01.05.2017	38 664	50 863	18 673	12 215	92,3	113,5	489,7	53 480	11 961	41 520
01.06.2017	39 223	51 420	18 800	12 610	91,4	116,1	500,0	53 616	12 037	41 579
01.07.2017	39 623	52 129	19 192	12 484	91,5	112,4	504,4	54 197	12 177	42 020
01.08.2017	39 276	51 937	19 193	12 048	90,6	114,6	506,2	54 661	12 312	42 349
01.09.2017	39 419	51 860	19 244	12 109	90,4	113,9	505,4	55 148	12 516	42 633
01.10.2017	39 571	51 853	19 317	12 165	89,8	114,2	506,7	55 479	12 658	42 821
01.11.2017	39 667	51 836	19 384	12 212	89,1	113,5	501,6	56 296	12 802	43 494
01.12.2017	40 114	52 586	19 612	12 428	88,7	117,6	505,9	56 820	13 011	43 810
<b>2018</b>										
01.01.2018	42 442	54 667	20 643	13 353	89,0	116,5	513,6	56 946	13 169	43 778
01.02.2018	41 597	54 171	20 252	13 182	90,0	126,3	539,5	56 813	13 330	43 484
01.03.2018	42 045	54 047	20 636	13 109	89,5	118,8	539,4	57 009	13 440	43 569
01.04.2018	42 377	54 727	20 857	13 077	88,3	120,1	546,8	57 874	13 708	44 165
01.05.2018	43 122	56 221	21 279	13 131	85,3	119,5	547,1	59 089	13 921	45 169
01.06.2018	43 257	56 646	21 288	13 198	84,0	123,5	540,7	59 372	14 173	45 199
01.07.2018	44 125	57 207	21 651	13 528	84,1	118,5	544,5	59 588	14 432	45 156
01.08.2018	43 911	56 824	21 751	13 106	84,8	115,9	541,5	60 262	14 693	45 569
01.09.2018	44 369	57 978	21 745	13 474	83,7	112,2	541,1	61 416	15 029	46 387

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

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

Таблица 6

**Нормативы обязательных резервов  
(%)**

Вид обязательств	Дата действия		
	01.01.17–30.11.17	01.12.17–31.07.18	С 01.08.18
<b>Для банков и небанковских кредитных организаций</b>			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	5,00	x	x
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	6,00	x	x
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте			
По иным обязательствам в иностранной валюте	7,00	x	x
<b>Для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций</b>			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	x	5,00	5,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	x	6,00	7,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте			
По иным обязательствам в иностранной валюте	x	7,00	8,00
<b>Для банков с базовой лицензией</b>			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	x	1,00	1,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации		5,00	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	x	6,00	7,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте			
По иным обязательствам в иностранной валюте	x	7,00	8,00

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 01.01.2018	С 12.02.2018	С 26.03.2018	С 04.06.2018 <sup>1</sup>	С 17.09.2018
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки "валютный своп" (рублевая часть) <sup>2</sup> ; операции репо	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	Ключевая ставка + 1,00	Ключевая ставка + 1,00
			От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	Ключевая ставка + 1,75	Ключевая ставка + 1,75
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами <sup>3</sup>	3 месяца	Ежемесячно <sup>4</sup>	8,00	7,75	7,50	Ключевая ставка + 0,25	Ключевая ставка + 0,25
			1 неделя		Еженедельно <sup>5</sup>				
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы репо	От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>6</sup>					
			От 1 до 2 дней		7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)
			От 1 до 6 дней						
	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	1 неделя	Еженедельно <sup>5</sup>					
			3 месяца		6,75	6,50	6,25	Ключевая ставка – 1,00	Ключевая ставка – 1,00
			1 день <sup>7</sup>						
Операции постоянного действия	Аукционы по размещению и доразмещению ОВР <sup>8</sup>	Депозитные операции	3 месяца	Нерегулярно					
			1 день						

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

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

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

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

<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион. См. пресс-релиз: [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523#2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523#2015-01-19T15_41_11.htm).

<sup>6</sup> Операции "тонкой настройкой".

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

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, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.						
					На 01.01.17	На 01.01.18	На 01.04.18	На 01.07.18	На 01.09.18	На 01.10.18	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,8	14,6	14,4	0,4	
		Ломбардные кредиты			0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Сделки "валютный своп"			37,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Операции репо			593,9	3,6	6,5	2,4	3,3	10,0	
	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно <sup>1</sup> Нерегулярно <sup>2</sup> Еженедельно <sup>3</sup>	410,7	5,5	30,1	5,4	9,5	377,8
		3 месяца		215,6		0,0	0,0	0,0	0,0		
		18 месяцев									
		1 неделя									
		От 1 до 6 дней		0,0		0,0	0,0	0,0	0,0		
		От 1 до 2 дней		0,0		0,0	0,0	0,0	0,0		
Операции на открытом рынке	Аукционы репо	Аукционы "валютный своп"	От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>4</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
			От 1 до 2 дней		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>5</sup>		396,9	2124,9	2520,6	2389,1	2066,2	1761,8	
		1 неделя									
Абсорбирование ликвидности	Операции постоянного действия	Аукционы по размещению и доразмещению ОВР <sup>6</sup>	3 месяца	Нерегулярно	–	357,0	1139,1	1123,0	1416,2	1502,1	
		Депозитные операции	1 день <sup>6</sup>		Ежедневно	388,3	246,8	264,6	329,1	261,8	499,0

<sup>1</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.<sup>2</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.<sup>3</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>4</sup> Операции "тонкой настройки".<sup>5</sup> В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, объем ОВР в обращении указывается с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день.<sup>6</sup> До 16 мая 2018 г. также "до востребования". С 17 мая 2018 г. Банк России проводит с кредитными организациями только депозитные операции овернайт.

Источник: Банк России.



Таблица 9

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

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Обеспечение	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.						Лимит на 01.10.18, млрд руб.
			На 01.01.17	На 01.01.18	На 01.04.18	На 01.07.18	На 01.09.18	На 01.10.18	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО "ЭКСАР"	43,4	47,4	46,4	48,8	49,5	50,0	75,00
Крупные инвестиционные проекты <sup>2</sup>	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	112,6	108,3	104,7	105,7	104,2	105,1	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО "МСП Банк" <sup>3</sup>	43,1	18,3	14,7	12,2	9,8	9,1	175,00
		Поручительства АО "Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства", выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	48,2	81,5	81,4	78,7	76,4	78,1	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы "Военная ипотека"	29,3	29,3	21,9	21,7	9,7	9,7	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 – поддержанию ценовой стабильности.

<sup>2</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 принципов 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>3</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 малого и среднего предпринимательства (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

**Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования<sup>1</sup>**  
(% годовых)

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	На 01.01.18	С 12.02.18	С 26.03.18	С 04.06.18 <sup>2</sup>
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	6,75	6,50	6,25	Меньшая из двух величин: 9,00% годовых или ключевая ставка Банка России, уменьшенная на 1,00 процентного пункта
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России				
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	6,75	6,50	6,50	Меньшая из двух величин: 6,50% годовых или ключевая ставка Банка России
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО "ЭКСАР"	6,50	6,50	6,50	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО "МСП Банк" <sup>4</sup> Поручительства АО "Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства", выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	6,50	6,50	6,50	
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы "Военная ипотека"	7,75	7,50	7,25	Ключевая ставка Банка России

<sup>1</sup> Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых поддерживается 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 претягивать достижение ее основной цели – обеспечение ценовой стабильности.

<sup>2</sup> С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спредов к ключевой ставке.

<sup>3</sup> Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 "Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципов 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 г. № 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 11

Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота <sup>1</sup>	Минимальная ставка на аукционах, как сред к ставке LIBOR <sup>2</sup> , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам "валютный своп" <sup>3</sup> , % годовых	Требования Банка России, млн долл. США <sup>4</sup>						
				На 01.01.17	На 01.01.18	На 01.04.18	На 01.07.18	На 01.09.18	На 01.10.18	
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	С 23.12.16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	28 дней		2,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
	12 месяцев		3,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		3,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки "валютный своп" по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1000,0	4490,7	0,0	229,0	0,0	0,0	0,0

<sup>1</sup> Кредитные аукционы и аукционы репо на срок 12 месяцев в 2017 г. и в январе–сентябре 2018 г. не проводились, проведение регулярных 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> 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 (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и другие).

### **Бюджетное правило**

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

### **Валовой кредит Банка России**

Включает кредиты, предоставленные Банком России кредитным организациям (в том числе кредитным организациям с отозванной лицензией), просроченную задолженность и просроченные проценты по кредитам, средства, предоставленные Банком России кредитным организациям посредством операций репо, а также сделок “валютный своп” по покупке долларов США и евро за рубли.

### **Валютизация депозитов**

Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов банковского сектора.

### **Денежная база**

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

### **Денежная масса**

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (см. статьи “Денежный агрегат М1”, “Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)”, “Наличные деньги в обращении вне банковской системы (денежный агрегат М0)”, “Широкая денежная масса”).

### **Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)**

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

### 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.

### Импортозамещение

Замещение импортных товаров продукцией отечественного производства, в результате чего доля отечественной продукции на внутреннем рынке растет.

### Индекс потребительских цен (ИПЦ)

ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

### Индекс условий банковского кредитования

Обобщающий показатель изменения условий банковского кредитования, который рассчитывает Банк России по результатам ежеквартального обследования ведущих российских банков – участников кредитного рынка следующим образом: (доля банков, сообщивших о существенном ужесточении условий кредитования, %) + 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном ужесточении условий кредитования, %) – 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, %) – (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, %). Измеряется в процентных пунктах.

### Инфляционные ожидания

Предполагаемые, прогнозируемые, ожидаемые уровни инфляции, основываясь на которых домашние хозяйства, компании и участники финансового рынка принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам).

### Инфляция

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 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 Банка России (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 (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

### **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.

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

Страховой контракт, предоставляющий защиту от дефолта по базовым обязательствам (суверенным или корпоративным ценным бумагам с фиксированной доходностью). Это кредитный дериватив, позволяющий покупателю контракта приобрести страховку от некоего кредитного события эмитента базового обязательства путем оплаты аннуитетной премии (CDS-спреда) продавцу страховки.

### **Ликвидность банковского сектора**

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

### **Международные резервы Российской Федерации**

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

### **Наличные деньги в обращении вне банковской системы (денежный агрегат M0)**

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, спектр направлений кредитования. Оцениваются по результатам проводимого Банком России ежеквартального обследования ведущих российских банков – участников кредитного рынка.

### **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 определенный объем средств 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 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.

### **Плавающая процентная ставка по операциям Банка России**

Процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России. В случае принятия Советом директоров Банка России решения об изменении ключевой ставки с соответствующей даты по ранее предоставленным по плавающей ставке кредитам применяется процентная ставка, скорректированная на величину изменения ключевой ставки.

### **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.

### **Спред по CDS**

Спред по CDS – ставка по производному финансовому инструменту “Кредитный дефолтный своп” (credit default swap), который используется для страховки от дефолта по приобретенным долговым инструментам. Покупатель страховки платит CDS-спред продавцу страховки взамен на возмещение убытков в случае дефолта эмитента долгового инструмента.

### **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 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.

### **Структурные преобразования**

Структурные изменения – изменения в экономике, вызванные техническим прогрессом, глобальными сдвигами в капитале и рабочей силе, изменениями в доступности ресурсов, политической системе, социальных институтах, правовом регулировании и так далее.

### **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 необходи-

мостью 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.

#### **Текущий дефицит/профицит ликвидности**

Превышение спросом банковского сектора на ликвидность ее предложения в текущий день. Обратная ситуация – превышение предложением банковской ликвидности спроса на нее в конкретный день – представляет собой текущий профицит ликвидности.

#### **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 различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналам ожиданий и принятия риска).

#### **Требования по операциям рефинансирования Банка России**

Задолженность кредитных организаций по кредитам, предоставленным Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям репо, а также сделкам “валютный своп” по покупке долларов США и евро за рубли.

#### **Финансовая стабильность**

Состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива к внешним шокам.

#### **Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором**

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

#### **Чистый кредит Банка России кредитным организациям**

Валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости), а также требований кредитных организаций к Банку России по рублевой части операций “валютный своп” по предоставлению долларов США за рубли.

#### **Широкая денежная масса**

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы, 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, начисленных процентов по ним, а также выпущенных кредитными организациями депозитных и сберегательных сертификатов в валюте Российской Федерации.



## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- БИПЦ** – базовый индекс потребительских цен  
**ВВП** – валовой внутренний продукт  
**ВЦИОМ** – Всероссийский центр изучения общественного мнения  
**ЕЦБ** – Европейский центральный банк  
**ЖКХ** – жилищно-коммунальное хозяйство  
**ИБВЭД** – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности  
**ИПЦ** – индекс потребительских цен  
**КОБР** – купонные облигации Банка России  
**МБК** – межбанковские кредиты  
**МВФ** – Международный валютный фонд  
**МОС** – материальные оборотные средства  
**МСП** – малое и среднее предпринимательство  
**НДС** – налог на добавленную стоимость  
**ОНЕГДКП 2018–2020 гг.** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов  
**ООО “инФОМ”** – Институт фонда “Общественное мнение”  
**ОРЦ** – оптово-распределительные центры  
**ОФЗ** – облигации федерального займа  
**РПБ5** – пятое издание Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Международный валютный фонд)  
**РСПП** – Российский союз промышленников и предпринимателей  
**ТЛК** – транспортно-логистический комплекс  
**ФНБ** – Фонд национального благосостояния  
**ФРС США** – Федеральная резервная система США  
**ФТС России** – Федеральная таможенная служба России  
**CDS** – Credit Default Swap (кредитный дефолтный своп)  
**МИАСR** – Moscow InterBank Actual Credit Rate (однодневная ставка МБК)  
**М0** – денежный агрегат М0  
**М1** – денежный агрегат М1  
**М2** – денежный агрегат М2  
**RUONIA** – Rouble OverNight Index Average



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 89–90

14 декабря 2018

Нормативные акты  
и оперативная  
информация

**ВЕСТНИК  
БАНКА  
РОССИИ**

Москва



**Вестник Банка России**  
**№ 89–90 (2043–2044)**  
**14 декабря 2018**

**Редакционный совет изданий  
Банка России:**

**Председатель совета**

К.В. Юдаева

**Заместитель председателя совета**

В.А. Поздышев

**Члены совета:**

Д.В. Тулин, О.Н. Скоробогатова, С.А. Швецов,

Р.Н. Вестеровский, О.В. Полякова, Д.Г. Скобелкин,

Н.Ю. Иванова, А.Г. Гузнов, А.Б. Заботкин,

Е.В. Прокунина, А.Г. Морозов, М.В. Рыклина,

Т.А. Забродина, Е.Б. Федорова, О.В. Кувшинова

**Ответственный секретарь совета**

Е.Ю. Ключева

**Учредитель**

Центральный банк Российской Федерации

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Адрес официального сайта Банка России:

<http://www.cbr.ru>

Тел. 8 (495) 771-43-73,

e-mail: [mvg@cbr.ru](mailto:mvg@cbr.ru)

Издатель и распространитель: АО «АЭИ «ПРАЙМ»

119021, Москва, Зубовский бул., 4

Тел. 8 (495) 645-37-00,

факс 8 (495) 637-45-60,

e-mail: [sales01@1prime.ru](mailto:sales01@1prime.ru), [www.1prime.ru](http://www.1prime.ru)

Отпечатано в ООО «Типография Возрождение»

117105, Москва, Варшавское ш., 37а, стр. 2

Издание зарегистрировано Федеральной службой по надзору  
в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций.  
Регистрационный номер ПИ № ФС77-47238

© Центральный банк Российской Федерации, 1994