



ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ: ПЛАН АНАЛИТИЧЕСКИХ РАБОТ И МЕРОПРИЯТИЙ

ВЕРСИЯ ОТ 31.01.2023

В 2021 году Банк России приступил к проведению комплексного анализа своей денежно-кредитной политики (ДКП) за период таргетирования инфляции (ИТ)¹ – Обзора денежно-кредитной политики (Обзор ДКП, ОДКП). Цель ОДКП – оценить эффективность выбранного режима и степень соответствия действующих параметров ДКП меняющимся реалиям. В 2022 году кардинальное изменение внешних условий значительно повлияло на условия проведения денежно-кредитной политики. Для того чтобы учесть опыт 2022 года и более внимательно проанализировать влияние новых экономических условий на проводимую ДКП, Банк России перенес сроки завершения ОДКП на 2023 год.

С 2015 года Банк России при проведении ДКП применяет режим ИТ. Переход к нему проходил поэтапно на протяжении нескольких лет. При введении ИТ Банк России определил целью своей ДКП снижение годовой инфляции до 4% в 2017 году и ее поддержание вблизи этого уровня [в дальнейшем](#).

2015–2016 годы были периодом дезинфляции, когда российская экономика преодолевала последствия внешних шоков 2014 года и постепенно адаптировалась к новому режиму ДКП. Благодаря проводимой денежно-кредитной политике инфляция уже к началу 2017 года приблизилась к цели Банка России. В 2017–2020 годах годовая инфляция в среднем колебалась вокруг 4%.

Пандемия COVID-19, начавшаяся в 2020 году, и меры стимулирующей политики по преодолению ее экономических последствий привели к накоплению дисбалансов спроса и предложения как в России, так и в мире в целом. В этих условиях в 2021 году инфляция отклонилась вверх от цели. Введение масштабных внешних торговых и финансовых ограничений со стороны ряда стран в 2022 году повлекло за собой дополнительный скачок цен. При этом экономика столкнулась с необходимостью масштабной структурной перестройки. В настоящее время Банк России проводит ДКП таким образом, чтобы вернуть инфляцию к цели, не препятствуя структурной трансформации российской экономики.

В 2021 году Банк России начал работы по Обзору ДКП – всесторонний анализ условий проведения ДКП и ее результатов за период ИТ, того, в какой мере эти результаты соответствуют установленной законом основной цели ДКП – защите и обеспечению устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности². Банк России сохраняет безоговорочную при-

¹ Англ. *Inflation Targeting (IT)* – таргетирование инфляции (ИТ).

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

верженность мандату по поддержанию ценовой стабильности, установленному законом, и стратегии таргетирования инфляции. Учитывая существенное изменение внешних условий для российской экономики в 2022 году, Банк России перенес завершение Обзора ДКП на 2023 год. В будущем Банк России планирует проводить ОДКП регулярно – раз в пять лет.



АНАЛИТИЧЕСКИЕ РАБОТЫ

В ходе проведения ОДКП исследовательские подразделения Банка России выполняют аналитические работы по шести тематическим блокам:

Блок 1. Формат цели по инфляции.

Блок 2. Операционная процедура ДКП.

Блок 3. Ретроспективная оценка оптимальности ДКП.

Блок 4. Коммуникация как инструмент ДКП.

Блок 5. ДКП и финансовая стабильность.

Блок 6. Новые вызовы для ДКП.

Результаты этих работ будут опубликованы на официальном сайте Банка России в виде авторских аналитических записок и докладов об экономических исследованиях. Кроме того, Банк России опубликует консультативный доклад, в котором будут представлены выводы и предложения по итогам проведенных работ.



ОБЩЕСТВЕННОЕ ОБСУЖДЕНИЕ

Информационная открытость – необходимое условие доверия общества к ДКП и, как следствие, ее эффективной реализации. Поэтому Банк России придает большое значение публичному обсуждению вопросов, которые изучаются в ходе работ по ОДКП.

Банк России проведет цикл общественных обсуждений, в том числе на базе своих региональных подразделений. Открытый диалог позволит получить более полную картину отношения общества к инфляции и ДКП Банка России. Встречи предполагается провести в первой половине 2023 года.

До конца апреля в Москве состоится ряд обсуждений с аналитиками и экспертами предварительных результатов исследований. В конце мая – июне, после публикации консультативного доклада Банка России, пройдет серия встреч в регионах с представителями всех категорий бизнеса, общественных организаций, региональных органов власти и экспертного сообщества. В этот же период Банк России представит основные выводы своего анализа Государственной Думе Федерального Собрания Российской Федерации, Совету Федерации Федерального Собрания Российской Федерации, Правительству Российской Федерации и Счетной палате Российской Федерации.



ПОДВЕДЕНИЕ ИТОГОВ ОДКП

С учетом намеченного цикла аналитических работ и мероприятий Банк России планирует завершить Обзор ДКП к середине 2023 года. К этому времени Банк России, опираясь на результаты исследований, примет решения о сохранении или уточнении параметров ДКП. Эти решения будут учтены при подготовке Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов.

ТЕМАТИЧЕСКИЕ БЛОКИ АНАЛИТИЧЕСКИХ РАБОТ

БЛОК 1

ФОРМАТ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

Международный опыт последних 30 лет демонстрирует высокую эффективность режима ИТ в обеспечении ценовой стабильности. Однако экономическая теория и практика макроэкономической политики в мире не дают однозначного ответа, какой должна быть цель по инфляции. Центральные банки выбирают уровень и формат цели по инфляции исходя из особенностей экономики страны, степени колебаний абсолютных и относительных цен, значительности рисков дефляции и так далее. Переходя к режиму ИТ в 2015 году, Банк России установил целью поддержание годовой инфляции вблизи 4%.

В рамках Блока 1 Банк России ставит перед собой следующие задачи:

- проанализировать, соответствует ли цель по инфляции «вблизи 4%» текущим условиям проведения ДКП в России, в том числе в контексте опыта других стран;
- оценить, сложились ли в российской экономике предпосылки для снижения целевого ориентира по инфляции, учитывая в том числе изменения структуры российской экономики в новых условиях;
- оценить преимущества и недостатки различных способов формулировки цели по инфляции (например, точка, целевой диапазон, точка с диапазоном);
- определить наиболее подходящий целевой показатель для ИТ: общий индекс потребительских цен (ИПЦ), базовый ИПЦ и другие;
- оценить преимущества и недостатки альтернативных стратегий реализации ДКП, направленных на поддержание ценовой стабильности (например, таргетирование средней инфляции или уровня цен), включая модельные оценки для российской экономики.

БЛОК 2**ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДКП**

Банк России сформировал действующую систему инструментов ДКП в 2013 году. В частности, был введен симметричный процентный коридор, центром которого стала ключевая ставка, а основными операциями – аукционы на срок 1 неделя. В последующие годы действующие инструменты ДКП совершенствовались и дополнялись, однако их основные параметры и подходы к применению остались неизменными. При этом условия управления ставками денежного рынка в России менялись: банковский сектор перешел от структурного дефицита к структурному избытку, появились и развивались новые сегменты денежного рынка. В отдельные периоды 2020–2022 годов вследствие внешних шоков также происходили очень резкие колебания уровня ликвидности в банковском секторе, включая стремительный переход от структурного профицита к структурному дефициту ликвидности и обратно. Кроме того, за последнее десятилетие существенно изменились операционные процедуры зарубежных центральных банков. Эти изменения касаются форматов операционных целей, круга контрагентов по операциям и подходов к организации операционных процедур.

С учетом этого в рамках Блока 2 Банк России, опираясь на собственный опыт и опыт центральных банков зарубежных стран, планирует:

- оценить эффективность действующей операционной процедуры ДКП Банка России, в том числе в условиях 2022 года, и определить возможные направления ее дальнейшего развития;
- оценить соответствие действующей операционной цели ДКП текущим условиям проведения ДКП в России;
- рассмотреть виды операционных процедур ДКП, оценить оптимальную ширину процентного коридора;
- проанализировать задачи и параметры обязательных резервов и принципы контрагентской политики.

БЛОК 3**РЕТРОСПЕКТИВНАЯ ОЦЕНКА ОПТИМАЛЬНОСТИ ДКП**

Таргетируя инфляцию, Банк России принимает решения по ДКП, опираясь на совокупность модельных расчетов и экспертные суждения членов Совета директоров о развитии экономики и динамике цен на прогнозном горизонте, возможных рисках со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

Для углубленной оценки результатов ИТ в рамках Блока 3 Банк России проводит модельный ретроспективный анализ ДКП за период с 2015 года. В такой анализ, в частности, входят задачи:

- исследовать своевременность реакции ДКП на реализовавшиеся внутренние и внешние шоки, создававшие угрозу для ценовой стабильности;
- сравнить проводившуюся ДКП и альтернативные стратегии принятия решений, основывающиеся на теоретических способах моделирования оптимальной политики;
- оценить влияние ограниченной полноты данных, публикации статистической информации с лагом на оптимальность принимавшихся решений и точность макроэкономического прогнозирования;
- определить, как введение бюджетного правила повлияло на колебания основных макроэкономических показателей российской экономики.

БЛОК 4

КОММУНИКАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ДКП

Режим ИТ предполагает использование коммуникации как важного инструмента ДКП. Увеличивая информационную открытость в области ДКП, центральный банк стремится снизить инфляционные ожидания и закрепить их на низком уровне, повысить доверие к проводимой ДКП и предсказуемость уровней процентных ставок в экономике. С 2015 года Банк России последовательно расширял и улучшал коммуникационную политику, работал над оперативностью и полнотой раскрываемой информации.

В рамках Блока 4 Банк России анализирует эффективность этой работы, в частности планирует:

- оценить предсказуемость решений по ДКП и критерии такой оценки, в том числе в сравнении с опытом центральных банков зарубежных стран;
- определить набор ключевых факторов, влияющих на предсказуемость решений по ДКП;
- оценить, насколько текущая коммуникация Банка России понятна основным целевым аудиториям, в том числе в кризисные периоды;
- определить оптимальные параметры для коммуникации Банка России в части выбора целевых аудиторий, каналов раскрытия информации для них и языка коммуникации.

БЛОК 5**ДКП И ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ**

ДКП через воздействие на финансовый сектор может оказывать влияние на системные риски в экономике, в том числе в финансовой сфере. Минимизация таких рисков является задачей политики по поддержанию финансовой стабильности. Системные риски, генерирующие через финансовый сектор возможные негативные последствия для устойчивого функционирования реального сектора, могут как усиливаться, так и ослабевать под влиянием проводимой ДКП. Кроме того, меры по поддержанию устойчивости финансового сектора могут оказывать влияние на условия проведения ДКП, что требует их учета при принятии решений по ДКП. Взаимосвязь ДКП и финансовой стабильности требует рассмотрения подходов к их взаимодействию.

В рамках Блока 5 Банк России планирует:

- систематизировать мировой опыт взаимодействия ДКП и политики по обеспечению финансовой стабильности, в том числе в контексте достижения целей в условиях ограничений на движение капитала;
- проанализировать российский опыт проведения ДКП в рамках режима ИТ в периоды формирования и реализации системных рисков, а также в периоды последующего восстановления экономики и адаптации финансовой системы;
- в условиях структурной перестройки российской экономики оценить возможные направления совершенствования подходов Банка России к взаимодействию ДКП и политики по обеспечению финансовой стабильности, представленных в официальных документах Банка России.

БЛОК 6

НОВЫЕ ВЫЗОВЫ ДЛЯ ДКП

В последние несколько лет мировая экономика развивается в непростых условиях. Торговые противоречия и протекционистские меры, пандемия и ограничения привычной деятельности, усиление геополитического напряжения и фрагментация рынков – все это существенно влияло на экономическую динамику и инфляцию во всем мире.

В то же время продолжают развиваться и долгосрочные тренды, связанные с поступательным развитием общества. Повсеместная цифровизация, увеличение разнообразия финансового сектора, глобальное потепление и рост экологической осознанности, демографические изменения – все эти процессы идут одновременно во многих странах, хотя их проявление различается из-за экономического, институционального и социокультурного контекста. Некоторые из этих трендов стали более выраженными под действием происходящих событий. Например, процессы цифровизации ускорились во время пандемии, а стремление к декарбонизации усилилось на фоне роста геополитического напряжения. Долгосрочные тренды приводят к изменению условий реализации ДКП на среднесрочном и долгосрочном горизонте через изменение приоритетов и предпочтений общества, практик потребления, сбережения и инвестирования.

Российская экономика в 2022 году дополнительно столкнулась с шоками, связанными с изменением внешних условий. Адаптация к новой реальности не только расставляет новые акценты в ранее сформировавшихся тенденциях, но и является отдельным самостоятельным вызовом для ДКП на среднесрочном горизонте.

В рамках Блока 6 Банк России планирует провести анализ характера влияния следующих наиболее значимых среднесрочных и долгосрочных вызовов на условия реализации ДКП в России:

- 1. Структурная трансформация российской экономики.** Российской экономике предстоит пройти через масштабные процессы перестройки. Одни предприятия существенно изменят фокус своего производства и переключатся на иной тип продукции, другим придется покинуть рынок, их заменят новые предприятия в новых нишах. Соотношение отраслей в экономике изменится. В процессе структурной перестройки также может меняться соотношение факторов производства. В совокупности это означает, что до установления нового равновесия возможны заметные колебания относительных цен и темпа потенциального выпуска, которые необходимо учитывать при принятии решений по ДКП. Кроме того, введенные вынужденные ограничения на движение капитала снижают гибкость рынков капитала, тем самым оказывая дополнительное влияние на трансмиссию ДКП.
- 2. Эволюция финансовой архитектуры.** Финансовая отрасль развивается вместе с обществом. Во-первых, повсеместная цифровизация расчетно-платежной инфраструктуры (включая появление криптовалют и системы децентрализованных финансов) сформировала запрос на новую форму денег – цифровую. Центральные банки во многих странах приступили к разработке суверенных цифровых валют, и Банк России оказался в числе первых. В 2022 году цифровой рубль прошел этап пилотного тестирования.

Во-вторых, растущий интерес населения к финансовым услугам меняет предпочтения экономических агентов при выборе инструментов сбережений среди доступных альтернатив (депозиты, брокерские услуги, алгоритмические продукты и прочее). Как следствие, растет число небанковских финансовых посредников, а их роль в финансовой системе становится более значимой. Повышение финансовой грамотности и рост доли небанковских посредников непосредственно влияют на эффективность трансмиссионного механизма ДКП.

В-третьих, необходимость выстраивания более сбалансированной, многополярной финансовой системы для обеспечения глобальной финансовой стабильности уже много лет обсуждается в международном сообществе. Усиление геополитического напряжения в 2022 году ускорило проработку альтернативных расчетных механизмов, в том числе на основе цифровых валют. Изменение механизмов и композиции расчетов меняет взаимодействие российской экономики и финансового сектора с международными рынками капитала и может оказывать влияние на условия проведения ДКП в будущем.

- 3. Декарбонизация и глобальное потепление.** Глобальное потепление – медленный процесс, но его последствия для экономики могут быть существенными. Климатическая политика может ограничить рост температуры, но согласование единого международного подхода сопряжено с трудностями из-за разной обеспеченности стран финансовыми и природными ресурсами. Это способно привести к длительной и турбулентной подстройке мировой экономики к новому равновесию на рынках энергоносителей, а производства – к новому соотношению источников энергии. Как процесс перехода, так и процесс глобального потепления в ближайшие десятилетия будут заметно влиять на экономическую динамику и риски и, соответственно, условия реализации ДКП.
- 4. Демографические изменения.** В России, как и во многих других крупных странах, наблюдается сокращение численности населения при общем увеличении продолжительности жизни. Это, в свою очередь, способно существенно изменить практики потребления и сбережения и повлиять на склонность компаний к инвестированию, что может менять чувствительность совокупного спроса к изменению процентных ставок и, таким образом, оказывать влияние на трансмиссионный механизм ДКП.
- 5. Проблема неравенства.** Неравенство наблюдается в большинстве стран мира. Различие материального положения разных групп граждан не только сказывается на предпочтениях населения, но и обуславливает различие реакции потребительского поведения на экономические шоки. При изменении уровня неравенства в обществе может меняться и трансмиссионный механизм ДКП.