



Банк России



МАЙ 2022

ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ

11 мая 2022

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 28.04.2022.

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

[Электронная версия](#) информационно-аналитического сборника размещена на сайте Банка России в разделе «Издания Банка России/Доклад о денежно-кредитной политике». Вы можете направить ваши предложения и замечания по адресу monetarypolicyreport@mail.cbr.ru.

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефоны: +7 (495) 771-46-74, +7 (495) 771-59-08

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ	1
КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА	5
ТЕКУЩИЕ УСЛОВИЯ И БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ	8
ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	8
Глобальная инфляция ускорилась, темпы роста мировой экономики замедляются	8
Условия внешней торговли для России на прогнозном горизонте значительно ухудшились	10
ФИНАНСОВЫЕ УСЛОВИЯ	11
Меры Банка России позволили стабилизировать финансовый рынок, приток средств в банковскую систему возобновился	11
Кредитную активность поддержали программы льготного кредитования	13
Денежно-кредитные условия ужесточились, наиболее заметно – в части неценовых требований	14
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ	15
Восстановительный импульс, сформировавшийся в 2021 году, ограничил масштабы падения экономики в острый период введения внешних ограничений	15
В II–III кварталах 2022 года в экономике начнется период структурной трансформации, секвенциальный рост выпуска возобновится к концу года.....	16
К концу прогнозного горизонта экономика перейдет к новому равновесию.....	18
Уровень безработицы после достигнутого исторического минимума умеренно вырастет.....	18
ИНФЛЯЦИЯ	19
Апрельские данные указывают на замедление прироста потребительских цен.....	19
Инфляционные ожидания населения и бизнеса снизились после пика в марте	21
Секвенциальная инфляция будет продолжать последовательно замедляться под воздействием проводимой денежно-кредитной политики	22
РЕШЕНИЕ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ И ТРАЕКТОРИЯ СТАВКИ	23
ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ	24
ПРИЛОЖЕНИЕ	25
ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ	25

ВРЕЗКИ	29
Адаптация Квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала	29
О подстройке цен к резким изменениям экономических условий в 2022 году.....	37
Декомпозиция отклонения инфляции в 2021 году от базового прогноза, опубликованного в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов	40
СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ	42
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ	43
ГЛОССАРИЙ	49
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	53

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ 29 АПРЕЛЯ 2022 ГОДА



Сегодня мы приняли решение снизить ключевую ставку на 3 процентных пункта, до 14% годовых.

Напомню, что решение о повышении ставки до 20% было антикризисной мерой. Мы принимали его прежде всего для ограничения рисков финансовой стабильности. С начала апреля они перестали нарастать. Стабилизация ситуации означает, что мы можем снять с ключевой ставки ту надбавку, которая была необходима для купирования

этих рисков. При этом инфляционные тенденции дали нам возможность смягчить политику. Снижение ключевой ставки будет способствовать структурной перестройке экономики, не создавая проинфляционных рисков.

Остановлюсь подробнее на аргументах нашего решения.

Первое. Инфляционное давление и инфляционные ожидания снижаются. Это отражает исчерпание ажиотажного спроса населения и укрепление рубля. В последние две недели текущее инфляционное давление стабилизировалось после резкого роста в начале марта. Однако оно продолжает оставаться высоким.

Инфляционные ожидания населения в апреле вернулись к уровням середины прошлого года. По данным опросов населения, ожидаемая инфляция ниже наблюдаемой, то есть люди считают, что цены уже не будут расти так быстро. Краткосрочные ценовые ожидания предприятий также снизились, но все еще выше своих прошлогодних значений. Стабилизация инфляционных ожиданий и рост сберегательных настроений означают, что риски раскручивания инфляционной спирали уменьшились.

Второе. Экономическая активность снижается. Особенность текущей ситуации в том, что предложение сжимается сильнее спроса. Именно это создает инфляционное давление в настоящее время.

Разрыв технологических, производственных и логистических цепочек, остановка деятельности некоторых иностранных компаний приводят к уменьшению ассортимента и доступности многих потребительских товаров. Один из наиболее характерных примеров – автомобильная промышленность. Серьезные проблемы испытывают компании, применявшие зарубежное сырье или комплектующие, запасы которых постепенно заканчиваются. Вопрос в том, насколько эти трудности будут временными, как быстро бизнесу удастся найти новых поставщиков и заменить выпавшие из производственной цепи звенья.

Сокращение спроса пока выглядит более умеренным на фоне сжатия предложения, но может усилиться. Так, инвестиционный спрос снижается из-за высокой неопределенности экономической ситуации как таковой. Компании в таких условиях скорее готовы вложить имеющиеся свободные средства в безрисковые активы или вернуть акционерам, чем направить на развитие. Кроме того, часть инвестиционных проектов потеряли актуальность и уже не могут быть завершены, а на подготовку новых требуется время. Что касается потребительского спроса, то после всплеска в конце февраля – начале марта люди сегодня стали больше экономить и сберегать. Это заметно и по росту рублевых депозитов, и по сокращению потребительского кредитования. С точки зрения инфляции важно, как будет меняться динамика спроса относительно динамики предложения в дальнейшем.

Денежно-кредитная политика в этот период должна учитывать процессы адаптации и структурной перестройки экономики. Они неизбежно сопровождаются временным более высоким уровнем инфляции. Именно поэтому мы не стремимся во что бы то ни стало быстро вернуть инфляцию к цели. Пережатый спрос затормозил бы структурную трансформацию. И тогда мы оказались бы в экономике, где цены растут низкими темпами, но при этом ассортимент товаров и услуг все более ограничен и некоторые нужные товары просто недоступны.

Что касается денежно-кредитных условий, то они остаются жесткими.

С одной стороны, и курс рубля, и доходности ОФЗ вернулись к уровням середины февраля. Риски финансовой стабильности снизились. С другой стороны, в условиях неопределенности выросла премия за риск, включаемая в кредитные ставки. Кроме того, банки сегодня предъявляют значительно более строгие требования к заемщикам и обеспечению по кредиту. Это формирует жесткие ценовые и неценовые условия кредитования. Снижение ключевой ставки позволит несколько сгладить эту ситуацию.

Теперь перейду к нашему макроэкономическому прогнозу.

Разрыв устоявшихся экономических связей негативно скажется на динамике ВВП в этом году. Снижение ВВП составит 8–10%, при этом нижняя точка спада придется на IV квартал. Постепенное исчерпание шоков предложения и спроса, денежно-кредитная и бюджетная политика, равно как и структурные меры Правительства, будут способствовать возобновлению экономического роста с начала следующего года. Из-за высокой базы сравнения I квартала этого года изменение ВВП в целом по следующему году в сравнении со всем 2022 годом составит от 0 до минус 3%. При столь резких колебаниях для иллюстрации будущей динамики более показательным сопоставлением IV квартала следующего года с нижней точкой спада – IV кварталом этого года. Мы специально добавили такую строку в таблицу прогноза. Ожидаем, что к концу следующего года ВВП увеличится на 4–5,5% по сравнению с концом этого. Это же справедливо и для потребления домохозяйств. Хотя по 2023 году в целом по сравнению с 2022 годом потребление будет в минусе (опять же из-за высокого I квартала 2022 года), в конце следующего года оно будет на 4,5–6% выше, чем в IV квартале этого.

Несколько слов о рынке труда. Ситуация здесь пока достаточно спокойная. К марту этого года мы подошли с исторически низкой безработицей. Подстройка рынка труда сейчас в основном идет через такие механизмы, как вынужденные

отпуска, неполный рабочий день, сокращение премиальных. Однако происходящая трансформация экономики ставит перед рынком труда новые задачи. Структура занятости неизбежно будет меняться. Может потребоваться значимое перераспределение трудовых ресурсов как между отраслями и профессиями, так и географически. Мы будем оценивать, как эти процессы будут влиять на темпы структурной перестройки экономики, а значит, и на инфляционные процессы.

Существенно изменилась ситуация с платежным балансом. В этом году мы можем увидеть рекордный профицит текущего счета в размере 145 млрд долларов США. Но эта ситуация неблагоприятная. Она отражает лишь то, что импорт сокращается гораздо сильнее, чем экспорт, причем как в физическом, так и в стоимостном выражении. В следующие два года будет происходить частичная переориентация торговых потоков. Импорт постепенно начнет восстанавливаться. Экспорт продолжит снижение, в том числе из-за снижения мировых цен на основные экспортные товары. Это приведет к значительному сокращению профицита счета текущих операций.

Что касается инфляции этого года, то на нее прежде всего будут влиять ограничения со стороны предложения товаров и услуг. Я имею в виду растущие издержки компаний, в том числе расходы на логистику и перестройку технологических процессов, изменение бизнес-моделей. Предложение снижается сильнее, чем спрос, что формирует высокое инфляционное давление. В целом за этот год потребительские цены, по нашему прогнозу, вырастут на 18–23%, но это включает в себя уже произошедшее резкое увеличение цен с конца февраля, и особенно сильное – в марте. А будущая инфляция – годовая инфляция за следующие 12 месяцев на апрель 2023 года – будет гораздо ниже. В рамках базового прогноза она будет находиться в диапазоне 10–12%.

Основная ценовая подстройка к изменившимся условиям произойдет в этом году, в меньшей степени – в следующем. В итоге годовая инфляция в следующем году снизится до 5–7%, а в 2024-м вернется к цели. Снижение инфляции и ее возвращение к 4% во многом произойдет благодаря проводимой денежно-кредитной политике.

Наш прогноз учитывает все принятые и анонсированные решения Правительства по бюджетной политике. Дополнительные решения будут нами учитываться при последующих обновлениях прогноза и могут значимо на него влиять.

В завершение – о рисках для прогноза и перспективах денежно-кредитной политики.

Мы находимся в зоне колоссальной неопределенности. Одновременно происходят очень значительные изменения и на стороне предложения, и на стороне факторов, влияющих на совокупный спрос.

Сегодня снижение предложения опережает снижение спроса, но в будущем ситуация может измениться. Это означает, что возможны как проинфляционные, так и дезинфляционные эффекты. Поэтому Центральному банку особенно важно принимать взвешенные решения с учетом меняющегося баланса рисков.

Пока наиболее вероятным для нас является тот сценарий, когда проинфляционные факторы и риски преобладают. Но маятник может качнуться и в другую сторону, когда спрос снижается быстрее предложения. Это может случиться в ситуации, когда потребители все еще остаются в режиме жесткой экономии, а предложение уже начинает восстанавливаться.

Есть и другие развилки для наших будущих решений. Например, связанные с динамикой обменного курса или кредитным сжатием, а также возникновением новых внешних торговых и финансовых ограничений. Действительно, многое будет зависеть от развития событий, которые разворачиваются стремительно. Поэтому важность оперативных данных – как на макроуровне, так и на отраслевом и региональном – еще больше возрастает. На сегодняшний день мы видим пространство для снижения ключевой ставки до конца этого года. Текущий прогнозный диапазон для средней ключевой ставки на этот год 12,5–14%, на следующий – 9–11% и на 2024 год – 6–8%. Возможности и сроки использования этого пространства будут зависеть от поступающей информации, развития ситуации и дальнейшего изменения баланса рисков.

Мы будем принимать решения по денежно-кредитной политике, учитывая необходимость адаптации экономики к кардинально меняющимся условиям. При этом ценовая стабильность остается нашим безусловным приоритетом, поскольку без нее устойчивый рост экономики невозможен.

Благодарю вас за внимание.

Председатель Банка России

Э.С. Набиуллина

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

Несмотря на то что условия реализации денежно-кредитной политики существенно изменились, **ценовая стабильность остается безусловным приоритетом денежно-кредитной политики Банка России**. При этом гибкость режима таргетирования инфляции позволит поддержать адаптацию российской экономики к новым условиям и обеспечить возвращение инфляции к цели.

Неопределенность дальнейших перспектив развития экономической ситуации остается повышенной. Ограничения во внешней торговле и в международной кооперации сформировали совокупность шоков, которые приведут к значимым структурным изменениям в российской экономике. Процесс подстройки экономики к новым условиям будет включать в себя две основные фазы. При этом переход из одной фазы в другую может произойти раньше или позже, чем в настоящий момент оценивается Банком России. Реализация дополнительных геополитических рисков может значимо ухудшить экономическую динамику.

Первая фаза уже началась и может занять большую часть прогнозного горизонта (около полутора-двух лет). Эта фаза первое время **будет сопровождаться сокращением совокупного выпуска, связанного с трансформацией экономики**. Переход к новому равновесию предполагает реконфигурацию логистических маршрутов, поиск заменителей товаров промежуточной продукции в производственных цепочках, развитие компенсирующих и новых технологий, изменение ассортимента доступных товаров и потребительских привычек и предпочтений, ребалансировку значимости и размеров отраслей, подстройку рынка труда. В этот период Банк России будет реализовывать политику поддержания ценовой стабильности, учитывая необходимость адаптации экономики к новой структуре. Набор мер и принимаемых решений будет корректироваться исходя из состояния российской экономики, динамики инфляции и основных показателей на финансовых рынках.

Вторая фаза начнется ближе к концу прогнозного горизонта и **будет характеризоваться стабилизацией экономики в новом равновесии**. Новый равновесный рост сначала будет небольшим, но за пределами прогнозного горизонта может ускориться, если новое равновесие сформируется на основе устойчивых фундаментальных факторов, а не на искусственном стимулировании неэффективных производств и бизнес-моделей.

Доверительные интервалы конкретных прогнозных значений макроэкономических показателей на текущий момент остаются заметно шире обычных. Основные предпосылки базового прогноза также изменились.

- Санкции в отношении российского финансового сектора и меры Банка России по контролю за движением капитала фактически означают снижение зависимости российской экономики от внешних финансовых рынков. Валютный канал в таком случае становится заметно менее значим, чем в полностью открытой экономике. Принимая это во внимание, Банк России доработал модельный аппарат, используемый при подготовке решений по ставке (см. врезку «Адаптация Квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала»).
- Для целей модельных расчетов совокупность рассматриваемых внешних условий во многом редуцировалась до параметров внешней торговли для России. При этом предполагается следующее:
 - Введенные внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте в основном сохраняются.
 - Общая неопределенность и ограничения на российский экспорт будут влиять на мировые товарные рынки и приведут к сохранению цен на повышенных уровнях в 2022–2023 годах. В то же время высокие мировые цены не будут в полной мере транслироваться в выручку российских экспортеров, поскольку российские товары будут продаваться с дисконтом.

- Долгосрочная равновесная цена на нефть марки Urals, как и ранее, предполагается на уровне 55 долл. США за баррель. Для целей модельных расчетов базового сценария предполагается, что средняя цена марки Urals в 2022 г. составит 75 долл. США за баррель, в 2023 г. – 65 долл. США за баррель, в 2024 г. – 55 долл. США за баррель.
- Ограничение поставок в Россию со стороны отдельных зарубежных компаний в совокупности с усилением затруднений в логистике и транспортировке приведут к более высокой стоимости импортных товаров на прогнозном горизонте.
- Уровень потенциального выпуска в первой фазе прогнозного горизонта заметно упадет – скажется разрыв производственных и логистических связей. По оценкам Банка России, не менее 50% ожидаемого падения экономики в 2022 г. можно отнести на ожидания снижения уровня потенциального выпуска. По мере адаптации экономики уровень потенциального выпуска будет расти.
- Темпы потенциального роста, будучи низкими в первой фазе прогнозного горизонта, в дальнейшем могут ускориться за счет формирования в экономике новых производственных процессов и взаимосвязей, повышения квалификации рабочей силы и эффективности использования имеющегося капитала, ввода новых средств производства в эксплуатацию.
- Долгосрочная реальная нейтральная ставка будет меняться на прогнозном горизонте. В первой фазе реальная нейтральная ставка, скорее всего, будет выше ранее представленных оценок¹, что может определяться более высокими рисками и общей неопределенностью в экономике, связанной с переходом к новой структуре. Ближе к концу второй фазы прогнозного горизонта или даже за ее пределами возможно снижение реальной нейтральной ставки до уровня прежних оценок под влиянием среднесрочных и долгосрочных изменений (снижение рисков, переход к новому равновесию, демографические изменения и другие).
- В соответствии с объявленными Минфином России изменениями в бюджетной политике предполагается, что механизм бюджетного правила в 2022 г. будет временно приостановлен. Дополнительные нефтегазовые доходы станут замещать сокращение ненефтегазовых доходов и других источников, а также направляться на меры по поддержке населения и бизнеса.
- Предполагается, что на среднесрочном горизонте основные принципы механизма бюджетного правила – сглаживание расходов, регулирование зависимой от сырьевого цикла доходной базы – сохраняются. Для целей модельных расчетов базового сценария предполагается, что нормализация бюджетной политики начнется в 2023 г., а с 2025 г. будет действовать бюджетное правило, модифицированное с учетом новых внешних условий. Дополнительные доходы будут накапливаться внутри страны в национальной валюте, поэтому операции конвертации на внутреннем валютном рынке проводиться не будут, и, соответственно, изменение резервов не будет отражаться в статистике международных резервов. Модельные предположения будут уточнены по мере принятия соответствующих решений Правительством Российской Федерации.

¹ См. [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов](#).

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 29 АПРЕЛЯ 2022 ГОДА

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

Табл. 1

	2021 (факт)	2022	2023	2024
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	8,4	18,0 – 23,0	5,0 – 7,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,7	18,2 – 20,9	6,8 – 10,4	4,1 – 4,6
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,7	12,5 – 14,0 ¹	9,0 – 11,0	6,0 – 8,0
Валовой внутренний продукт	4,7	-(8,0 – 10,0)	(-3,0) – 0,0	2,5 – 3,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5,0	-(12,5 – 16,5)	4,0 – 5,5	1,0 – 2,0
Расходы на конечное потребление	7,2	-(5,5 – 7,5)	-(1,5 – 4,5)	2,0 – 3,0
– домашних хозяйств	9,5	-(8,5 – 10,5)	-(2,0 – 5,0)	3,0 – 4,0
Валовое накопление	8,9	-(30,5 – 34,5)	11,5 – 15,5	5,5 – 7,5
– основного капитала	6,8	-(16,0 – 20,0)	0,5 – 4,5	3,0 – 5,0
Экспорт	3,5	-(17,0 – 21,0)	-(4,0 – 8,0)	(-1,0) – 1,0
Импорт	16,9	-(32,5 – 36,5)	(-2,5) – 1,5	2,0 – 4,0
Денежная масса в национальном определении	13,0	5 – 10	9 – 14	8 – 13
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ²	13,9	(-1) – 4	8 – 13	9 – 14
– к организациям	10,7	0 – 5	9 – 14	8 – 13
– к населению, в том числе	22,0	(-4) – 1	7 – 12	13 – 18
ипотечные жилищные кредиты	26,7	10 – 15	10 – 15	10 – 15

¹ С учетом того, что с 1 января по 3 мая 2022 г. средняя ключевая ставка равна 14,1%, с 4 мая до конца 2022 г. средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 11,7–14,0%.
Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевыми ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ¹
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 2

	2021 (факт)	2022	2023	2024
Счет текущих операций	122	145	69	24
Товары и услуги	170	184	107	65
Экспорт	550	505	432	405
Импорт	379	321	325	340
Баланс первичных и вторичных доходов	-48	-39	-38	-41
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	122	145	69	24
Финансовый счет (включая изменение резервов)	123	145	69	24
Чистые ошибки и пропуски	1	0	0	0
Сальдо финансовых операций частного сектора	73	151	69	24
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	69	75	65	55

¹ В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПББ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

ТЕКУЩИЕ УСЛОВИЯ И БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ГЛОБАЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ УСКОРИЛАСЬ, ТЕМПЫ РОСТА МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ ЗАМЕДЛЯЮТСЯ

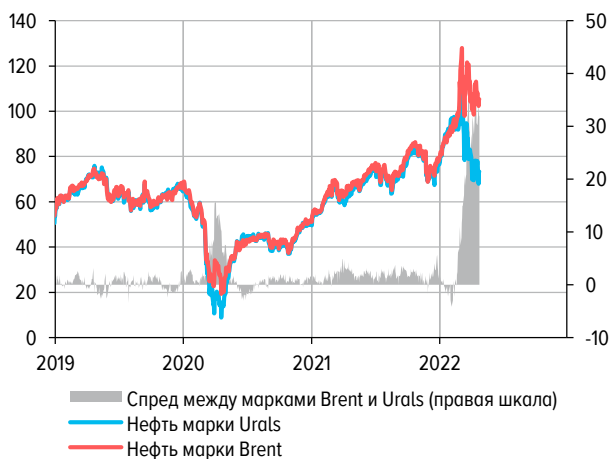
В начале 2022 г. по сравнению с периодом конца 2021 г. внешние условия продолжили ухудшаться. Пандемия, несмотря на то что ее пик, по-видимому, остался позади, по-прежнему влияет на экономическую активность. Новые волны заражений, локдауны и противоэпидемические ограничения (самый яркий недавний пример – Китай) мешают восстановлению производственных и логистических цепочек. Главное достижение совокупной мировой экономической политики 2020–2021 гг. – быстрое восстановление после кризиса COVID-19 – все больше сопровождается устойчиво высокой инфляцией, поддерживаемой высоким спросом на фоне сохраняющихся ограничений в предложении. Рост цен во многих странах уже превышает допандемический тренд, но инфляция продолжает расти.

Обострение геополитического напряжения в конце февраля усугубило ситуацию на товарных рынках (энергоресурсы, металлы, удобрения, продовольствие), где цены уже продолжительное время находятся вблизи многолетних максимумов. Ситуация с цепочками поставок, которая постепенно улучшалась с осени 2021 г., вновь ухудшилась. Согласно индексу PMI Suppliers' Delivery Times, в марте сроки поставок в целом в мире удлиннились (хотя в США и Великобритании динамика индекса продолжила улучшаться). Индекс Baltic Dry, отражающий стоимость перевозки сухих грузов, который к концу 2022 г. снизился до уровней ноября – декабря 2020 г., за I квартал 2022 г. вырос почти в два раза. В соответствии с опросами S&P Global PMI, число компаний, сообщающих о том, что выпуск продукции сократился из-за недостатка материалов или комплектующих, выросло до максимального значения за 25 лет.

Рост цен на товарных рынках и замедление восстановления логистических цепочек приводят к ускорению глобальной инфляции. Согласно опросу S&P Global PMI Input Prices, в котором участвуют более чем 30 тыс. компаний в 45 странах, затраты бизнеса растут наиболее высокими темпами с 2008 года. Значительная часть этих затрат перекладывается в конечные цены

ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ
(долл. США за баррель)

Рис. 1



Источники: Bloomberg, Refinitiv.

ДИНАМИКА ЦЕН НА МЕТАЛЛЫ
И ПРОДОВОЛЬСТВИЕ
(пунктов)

Рис. 2



Источники: Bloomberg, FAO.

для потребителей, подпитывая рост глобальной инфляции, – это видно из растущей динамики индекса Composite PMI Prices Charged.

Прогнозы по темпам роста цен в большинстве крупных экономик мира пересмотрены существенно вверх. МВФ пересмотрел прогноз по инфляции на 2022 г. для развитых стран с 2,3% в октябре 2021 г. до 5,7% в апреле 2022 г., причем для США – с 3,5% в октябре 2021 г. до 7,7% в апреле 2022 г., для еврозоны – с 1,7 до 5,3% соответственно. Для СФР и развивающихся стран прогноз повышен с 4,9 до 8,7%.

Повышенное инфляционное давление заставляет центральные банки быстрее, чем планировалось ранее, переходить к нормализации денежно-кредитной политики. В частности, если в конце 2021 г. предполагалось, что ФРС США к концу 2022 г. поднимет ставку до 2,5%, то к середине апреля рыночная оценка ставки на конец года выросла до 2,75–3,0%. Доходность 10-летних казначейских облигаций США увеличилась с 1,7% в конце 2021 г. до 2,9% в середине апреля 2022 года. В ЕЦБ звучат предложения свернуть действующую с 2014 г. основную программу покупки активов (APP, Asset Purchase Programme) уже в июле 2022 г., поскольку инфляция в регионе превысила целевой уровень.

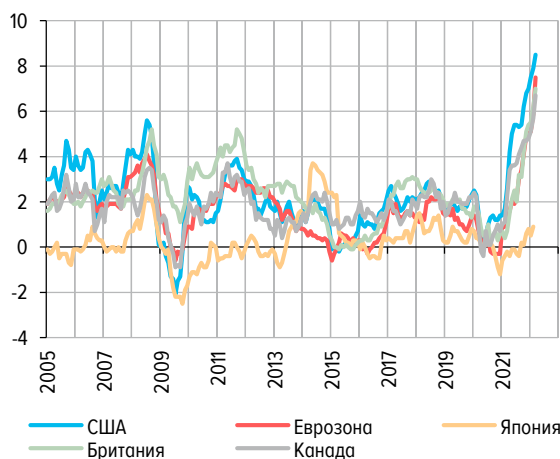
В результате роста инфляции реальные располагаемые доходы домохозяйств в 2022 – 2023 гг. во всем мире снизятся – для некоторых стран это снижение будет максимальным за последние 30 лет. Снижение доходов, в свою очередь, приведет к сокращению спроса и инвестиций и, как следствие, к замедлению темпов экономического роста.

Более раннее повышение ставок центральными банками развитых стран обостряет проблему повышенной инфляции для СФР с высоким накопленным уровнем долга. Общая неопределенность и подавленность настроений вследствие геополитической ситуации будет дополнительно приводить к ужесточению мировых финансовых условий, оттоку капиталов из СФР. При этом возможности бюджетной поддержки населения – особенно важной в странах с большой долей населения низкодходных групп, чувствительных к росту цен на энергоносители и продовольствие, – могут быть заметно ограничены, что, в свою очередь, может вызвать увеличение социального напряжения и еще больше ограничить рост экономики.

Помимо роста инфляции и сопутствующего снижения реальных доходов, на замедление темпов мирового экономического роста влияют и усиливающиеся тренды по деглобализации, сегментации мировой торговли и локализации производств. Прогноз ВТО по темпам роста мировой торговли в 2022 г. пересмотрен вниз: с 4,7% в октябре 2021 г. до 3,0% в апреле 2022 года.

ИНФЛЯЦИЯ В РАЗВИТЫХ ЭКОНОМИКАХ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

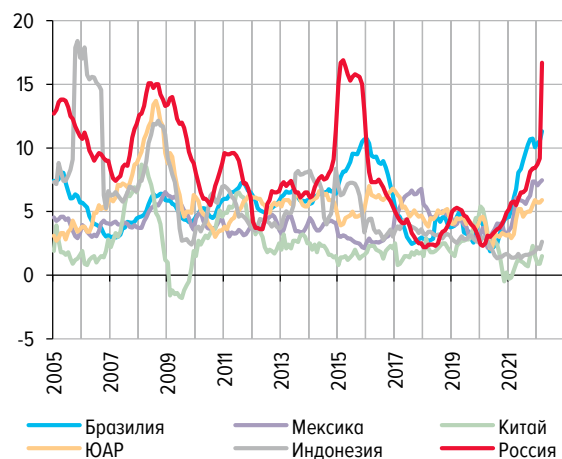
Рис. 3



Источник: Bloomberg.

ИНФЛЯЦИЯ В СФР
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 4



Источник: Bloomberg.

Как следствие, в то время как **прогнозы по инфляции пересмотрены вверх, прогнозы темпов экономического роста пересмотрены существенно вниз**. Всемирный банк снизил прогноз по темпам глобального роста в 2022 г. с 4,1%, озвученных в январе, до 3,2%, представленных в апреле 2022 года. МВФ уже дважды пересмотрел вниз прогноз по темпам роста мирового ВВП в 2022 г.: с 4,9% в октябре 2021 г. до 4,4% в январе и 3,6% в апреле 2022 г. (для развитых стран общее снижение составило 2,1 п.п.: с 4,5 до 2,4%; для СФР – 0,7 п.п.: с 5,1 до 4,4%).

УСЛОВИЯ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ ДЛЯ РОССИИ НА ПРОГНОЗНОМ ГОРИЗОНТЕ ЗНАЧИМО УХУДШИЛИСЬ

Для России общее ухудшение внешних условий усугубляется введенными санкциями и ограничениями деятельности на территории страны некоторыми зарубежными компаниями. Основные товары российского экспорта на мировых рынках торгуются с дисконтом к ближайшим бенчмаркам.

Банк России исходит из того, что уже введенные санкции и ограничения на экспорт российских товаров и импорт в Россию (включая решения, принятые отдельными компаниями) сохранятся на всем прогнозном горизонте. Общая неопределенность и ограничения на российский экспорт, скорее всего, будут влиять на мировые товарные рынки и удерживать цены на повышенном уровне. Однако основные товары российского экспорта будут продаваться с дисконтом, что окажет сдерживающее влияние на стоимостный объем экспорта товаров.

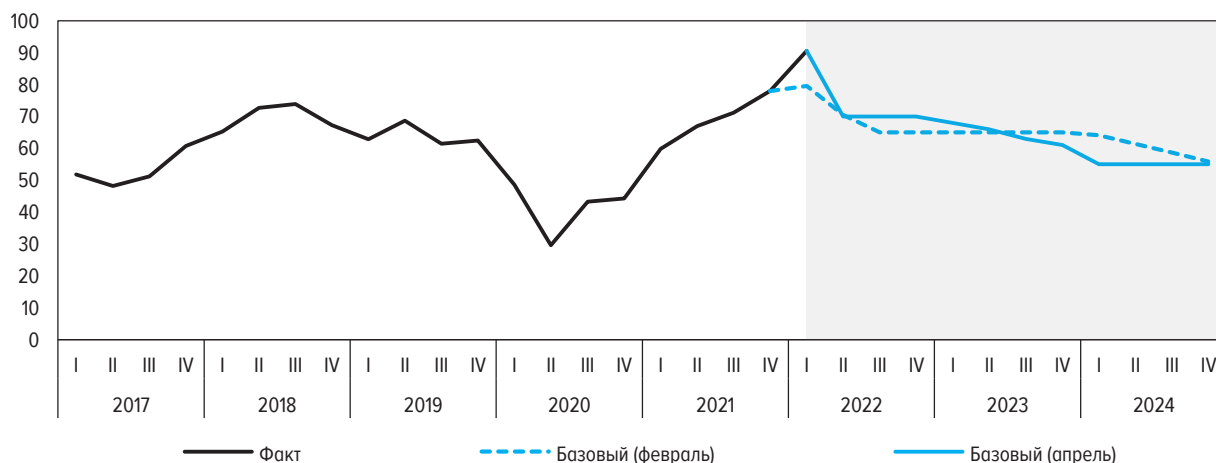
При этом Банк России предполагает, что цены на товарных рынках на прогнозном горизонте будут постепенно возвращаться к своим равновесным уровням. Долгосрочная равновесная цена на нефть марки Urals оценивается на уровне 55 долл. США за баррель. Для целей модельных расчетов базового сценария предполагается, что средняя цена марки Urals в 2022 г. составит 75 долл. США за баррель, в 2023 г. – 65 долл. США за баррель, в 2024 г. – 55 долл. США за баррель.

Ограничения на экспорт и импорт, проблемы с платежами и логистикой приведут к тому, что объемы внешней торговли будут ниже исторически нормальных уровней.

Согласно базовому сценарию Банка России, сокращение **экспорта** товаров и услуг в реальном выражении может достичь 17–21% в 2022 г. – как за счет нефтегазового, так и нефтегазового сектора. В 2023 г. экспорт продолжит сокращаться, но к концу прогнозного горизонта, по мере переориентации торговых потоков, падение прекратится и возможен небольшой рост. Помимо сохраняющихся ограничений на российский экспорт, сдерживающую

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

Рис. 5



Примечание. Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цены марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу).
Источник: расчеты Банка России.

роль во внешнем спросе также будут играть замедление темпов мирового экономического роста и сокращение объемов мировой торговли.

Объем экспорта товаров и услуг в стоимостном выражении в 2022 г. может снизиться на 8% относительно уровня 2021 г. – сокращение физических объемов будет в значительной мере компенсировано ростом цен. Снижение цен на мировых рынках в 2023–2024 гг. при сохраняющемся дисконте на российский экспорт приведет к дальнейшему снижению экспорта товаров и услуг в стоимостном выражении – на 14% в 2023 г. и еще на 6% в 2024 году.

Сокращение **импорта** в реальном выражении может составить 32,5–36,5% в 2022 году. Повлияют запреты ряда стран на экспорт ряда товаров в Россию и приостановка поставок продукции некоторыми зарубежными компаниями, а также ограничения в сфере воздушных перевозок и других услуг. Формирование альтернативных цепочек поставок будет способствовать восстановлению импорта – его рост возможен уже в 2023 г. и более выражено – в 2024 году.

Объем импорта товаров и услуг в стоимостном выражении в 2022 г. сократится сильнее экспорта (на 15%), поэтому по итогам года профицит счета текущих операций может превысить исторический максимум и достигнуть величины в 145 млрд долл. США. Приостановка деятельности ряда зарубежных компаний в России и изменение ассортимента импортных товаров, усложнение логистических маршрутов и рост транспортных издержек приведут к тому, что цены импортных товаров и услуг на всем прогнозном горизонте будут выше ранее сложившихся уровней. Как следствие, стоимостный объем импорта будет расти и, с учетом снижающегося стоимостного объема экспорта, профицит счета текущих операций к концу прогнозного горизонта станет сокращаться – в 2024 г. его величина будет составлять не более 17% от уровня 2022 года.

ФИНАНСОВЫЕ УСЛОВИЯ

МЕРЫ БАНКА РОССИИ ПОЗВОЛИЛИ СТАБИЛИЗИРОВАТЬ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК, ПРИТОК СРЕДСТВ В БАНКОВСКУЮ СИСТЕМУ ВОЗОБНОВИЛСЯ

Рост геополитической напряженности и санкции иностранных государств в отношении российского финансового сектора в конце февраля привели к повышенной волатильности на российском финансовом рынке. В конце февраля курс рубля резко ослабел, в банковской системе сформировался дефицит рублевой ликвидности, доходности на денежном рынке и на рынке ОФЗ заметно выросли, индекс МосБиржи упал до уровня, наблюдавшегося после начала пандемии COVID-19 в I квартале 2020 года¹.

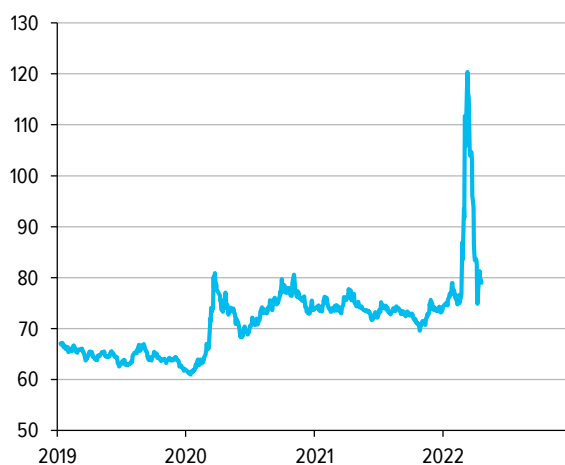
Сформировавшиеся риски для финансовой стабильности требовали незамедлительной реакции Банка России. 24 февраля Банк России [объявил о ряде мер](#) для стабилизации ситуации на финансовом рынке, включая проведение интервенций на валютном рынке. Однако в дальнейшем **блокировка валютных счетов Банка России сделала невозможным проведение Банком России операций с валютой. В качестве альтернативной меры защиты российской экономики от рисков для финансовой стабильности были введены ограничения на движение капитала**². Также были введены и другие меры: приостановка организованных торгов, операции по предоставлению ликвидности, снижение нормативов обязательных резервов, повышение ключевой ставки, которые в совокупности позволили в короткие сроки стабилизировать состояние финансовой системы.

¹ См. информационно-аналитический комментарий [«Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки»](#), № 2–3 (72–73), февраль – март 2022 года.

² Ограничения на движение капитала включали запрет на выплату купонов и дивидендов нерезидентам, запрет на выход из российских активов для нерезидентов, ограничения по вывозу и переводам валюты для резидентов, комиссию на покупку валюты на бирже и запрет продажи наличной валюты населению, введение обязанности экспортеров продавать 80% валютной выручки в срок не более 3 дней после ее получения и другое.

КУРС USD/RUB
(рублей за доллар США)

Рис. 6



Источник: Банк России.

ИНДЕКС МОСБИРЖИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ
ОБЛИГАЦИЙ (ДОХОДНОСТЬ)
(%)

Рис. 7



Источник: Московская Биржа.

Во второй половине марта курс рубля вернулся к докризисным уровням. К началу апреля потребность банков в ликвидности снизилась, дефицит сменился небольшим профицитом, доходности по длинным ОФЗ уменьшились до уровней начала года. После оттока в марте, возобновился приток средств на депозиты – уже к середине апреля остатки на текущих счетах и депозитах населения в рублях вернулись на уровень февраля. Общий прирост рублевых депозитов организаций за I квартал 2022 г. и две декады апреля существенно превышал аналогичное значение прошлых лет.

О формировании курса рубля в новых условиях

В ноябре 2014 г. Банк России перешел к режиму плавающего курса рубля. Это означает, что Банк России не устанавливает каких-либо целевых ориентиров и ограничений по уровню курса и темпам его изменения. Динамика курса рубля – результат баланса спроса и предложения экономических агентов на валютном рынке. При этом Банк России может принимать меры, если повышенная волатильность на валютном рынке угрожает финансовой стабильности. Ранее такие меры включали в себя приостановки покупок валюты в рамках бюджетного правила, валютное репо и валютные свопы, прямые интервенции.

Блокировка валютных счетов Банка России в конце февраля 2022 г. сделала стандартные меры недоступными. Введение ограничений на движение капитала – вынужденная мера, необходимая для минимизации рисков для финансовой стабильности в отсутствие возможности у Банка России проводить прямые операции на валютном рынке. При этом приверженность рыночным принципам формирования курса рубля сохранилась. **Курс рубля остается плавающим, однако изменился набор факторов, которыми определяется его динамика.**

В открытой экономике (экономике, в которой отсутствуют ограничения на движение капитала) курс национальной валюты определяется двумя счетами платежного баланса – счетом текущих операций и финансовым счетом. Активное участие национальных и зарубежных финансовых институтов на валютном рынке позволяет сглаживать сезонные колебания курса. Наличие дополнительных механизмов – таких как бюджетное правило – сглаживает колебания курса, связанные с ценами ресурсов на мировом рынке (например, нефть, медь и другие). В экономике с ограничениями на движение капитала влияние финансового счета на курс валюты существенно снижается, а основным фактором, определяющим динамику курса, становится торговый баланс.

Таким образом, **в сложившихся условиях курс рубля определяется балансом спроса импортеров на валюту и предложением валюты со стороны экспортеров.** Это, в частности, означает, что наблюдаемое в последнее время укрепление рубля в значительной степени связано с более низ-

ким объемом импорта на фоне санкций и ограничений зарубежными компаниями поставок товаров в Россию и, как следствие, более низким спросом импортеров на валюту.

Решение о смягчении мер контроля за потоками капитала принимается на основе анализа рисков для финансовой стабильности, а не динамики курса рубля. Например, к середине апреля риски для финансовой стабильности заметно снизились и срок обязательной продажи экспортерами валютной выручки для некоторых экспортеров был [увеличен](#) с трех до 60 дней.

Денежно-кредитная политика продолжает влиять на курс рубля, но с большим лагом и более опосредованно – через динамику спроса на импортные товары, тогда как спрос на финансовые инструменты становится менее значимым (подробнее об изменении реакции экономики см. во врезке «Адаптация Квартальной прогнозной модели к режиму с контролем потоков капитала»). При этом приостановка действия бюджетного правила и ограничения на движение капитала снижают возможности финансовых рынков по сглаживанию колебаний курса, поэтому динамика курса рубля может быть более волатильной, чем в предыдущие периоды.

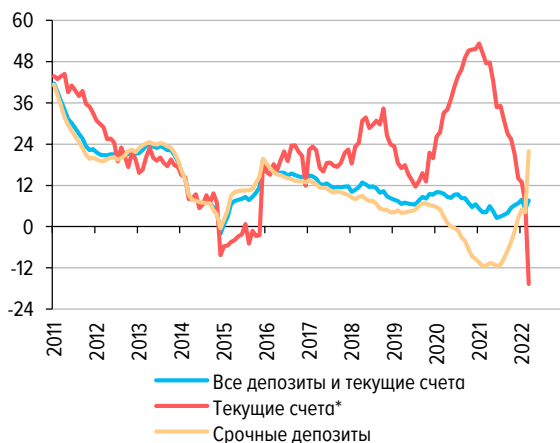
КРЕДИТНУЮ АКТИВНОСТЬ ПОДДЕРЖАЛИ ПРОГРАММЫ ЛЬГОТНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Повышение ключевой ставки в феврале 2022 г. и рост неопределенности способствовали снижению активности на рынке корпоративных кредитов – годовой прирост требований к корпоративным заемщикам замедлился. Снижение кредитной активности сдерживали завершение кредитных сделок, начатых до повышения ключевой ставки, а также программы льготного кредитования.

Портфель розничных кредитов в начале марта продолжил незначительный рост – кредитную активность поддерживали как заключение кредитных договоров по ранее одобренным заявкам, так и стремление заемщиков быстрее выйти на сделки приобретения недвижимости в ипотеку (в целом продолжающаяся реализация льготных ипотечных программ несколько сдерживала сокращение розничного портфеля). Кредитование покупок товаров длительного пользования на фоне ажиотажного спроса из-за опасений дефицита также сыграло определенную роль. В дальнейшем рост ставок и общая неопределенность привели к заметному снижению активности в розничном сегменте.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ РУБЛЕВЫХ
ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ
(%)

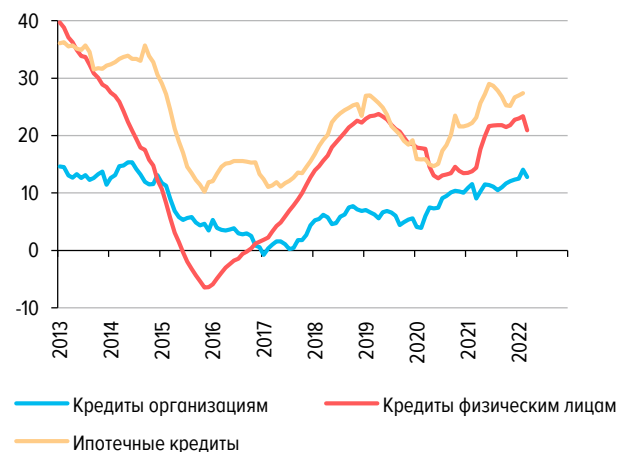
Рис. 8



* Включая депозиты до востребования.
Источник: Банк России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ
РОССИЙСКИХ БАНКОВ
(%)

Рис. 9



Источники: Банк России, расчеты Банка России.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ УЖЕСТОЧИЛИСЬ, НАИБОЛЕЕ ЗАМЕТНО – В ЧАСТИ НЕЦЕНОВЫХ ТРЕБОВАНИЙ

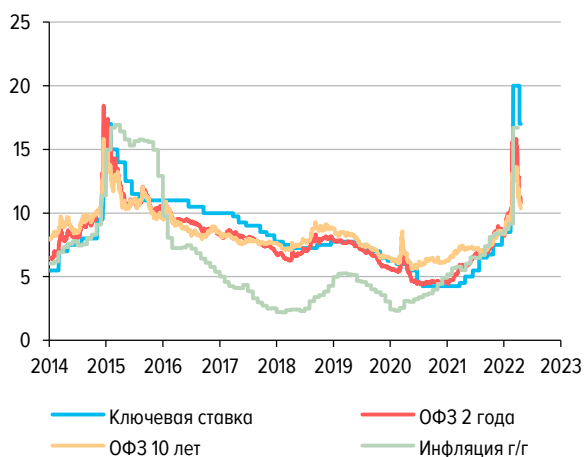
По сравнению с [ДоДКП 1/22](#) оценка степени жесткости ДКУ в I–II кварталах 2022 г. изменилась. В феврале предполагалось, что пик мягкости пройден, и далее ДКУ будут постепенно ужесточаться по мере нормализации денежно-кредитной политики. Однако совокупность реализовавшихся в конце I квартала 2022 г. шоков привела к резкому росту инфляции, инфляционных и курсовых ожиданий. В результате, несмотря на резкое повышение ставки 28 февраля 2022 г., модельные оценки разрыва ДКУ, рассчитываемого Банком России как средневзвешенное отклонение реальных процентных ставок различной срочности от их равновесных уровней³, показывали заметное смягчение по сравнению с IV кварталом 2021 года. По оценкам Банка России, в II квартале 2022 г. возросшие риски в экономике, ужесточение денежно-кредитной политики, стабилизация курсовых ожиданий и снижение инфляционных ожиданий будут способствовать переходу ДКУ в область жесткости, необходимой для дальнейшего снижения инфляции.

В то же время ряд факторов указывает на умеренную жесткость ДКУ по сравнению с историческими сопоставимыми периодами. Так, хотя текущие значения ключевой ставки и инфляции сопоставимы с кризисным периодом 2014–2015 гг., уровень процентной кривой остается заметно ниже, указывая, таким образом, на более мягкие денежно-кредитные условия, чем в 2014–2015 годах. Льготные программы кредитования, реализуемые Правительством Российской Федерации и Банком России, дополнительно сдерживают ужесточение ценовых условий кредитования.

Неценовые условия кредитования заметно ужесточились на фоне роста общей неопределенности. По результатам ежеквартального обследования условий банковского кредитования, проводимого Банком России по итогам I квартала 2022 г., банки сообщили об ужесточении требований к заемщикам. Требования к обеспечению и срочности операций в целом остались прежними, однако существенно уменьшилось количество предварительно одобренных кредитов и повысилась частота требований к предоставлению увеличенного количества документов при рассмотрении кредитных заявок с нуля. Согласно другому обследованию, проводимому в рамках мониторинга предприятий Банка России, условия кредитования предприятий

ДИНАМИКА СТАВОК И ИНФЛЯЦИИ (%)

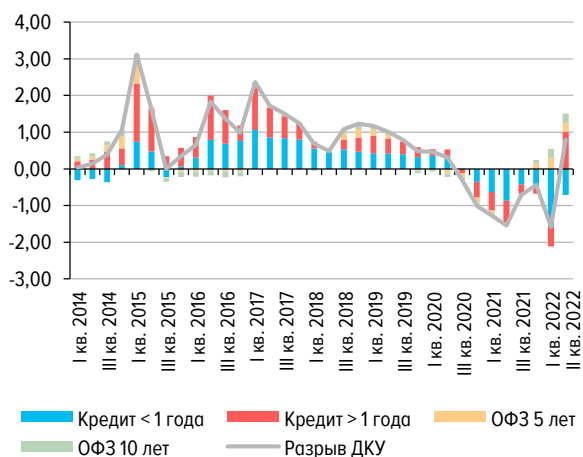
Рис. 10



Источники: Cbonds, Росстат.

РАЗРЫВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ (п.п.)

Рис. 11



Примечание. II квартал – оценка Банка России.
Источник: расчеты Банка России.

³ Положительные значения разрыва ДКУ означают превышение реальными ставками равновесных значений в среднем на разных срочностях, то есть ДКУ являются жесткими и оказывают дезинфляционное влияние. Отрицательные значения означают, что ДКУ способствуют росту внутреннего спроса и повышению цен. Подробное описание разрыва ДКУ см. в ДоДКП 1/22 во [врезке «Оценка жесткости денежно-кредитных условий»](#).

ухудшились сильнее, чем в любой из предыдущих периодов их ужесточения за весь период проведения опросов с 2000 года. По данным [бюро кредитных историй](#), в марте заметно сократилась доля одобряемых банками заявок на привлечение кредита.

Согласно прогнозу Банка России, по итогам 2022 г. темп прироста требований банковской системы к организациям замедлится до 0–5%. Помимо более высокого уровня ставок по сравнению с 2021 г., существенным фактором будет сохранение жестких неценовых условий кредитования. Банкам потребуется дополнительное время на проверку финансовой состоятельности заемщика в новых условиях, верификацию состоятельности бизнес-моделей, формирование дополнительных критериев оценки компаний в случае существенного изменения деятельности из-за ограничений, связанных с импортом комплектующих или экспортом продукции.

Темп прироста требований банковской системы к населению в 2022 г. сложится в диапазоне (-4) – 1%. При этом в ипотечном сегменте благодаря действующим льготным программам темп роста кредитного портфеля сохранится на высоком уровне в диапазоне 10–15%.

В 2023–2024 гг., по мере адаптации экономики к новой структуре, снижения инфляции и ключевой ставки, темпы роста кредитования будут восстанавливаться и к концу прогнозного горизонта составят 8–13% для организаций и 13–18% для населения.

Рост денежной массы в национальном определении в 2022 г. будет несколько опережать рост требований к экономике за счет дополнительного стимулирующего влияния со стороны бюджетных операций и составит 5–10%. В последующем рост денежной массы, как и ранее, будет в большей степени формироваться под влиянием прироста требований к экономике.

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ

ВОССТАНОВИТЕЛЬНЫЙ ИМПУЛЬС, СФОРМИРОВАВШИЙСЯ В 2021 ГОДУ, ОГРАНИЧИЛ МАСШТАБЫ ПАДЕНИЯ ЭКОНОМИКИ В ОСТРЫЙ ПЕРИОД ВВЕДЕНИЯ ВНЕШНИХ ОГРАНИЧЕНИЙ

К началу 2022 г. российская экономика подошла в хорошей форме. Потери в уровне выпуска, произошедшие в период кризиса COVID-19, были полностью восстановлены, рост продолжался, и все больше фактов говорило о том, что темпы прироста ВВП превышают потенциальные. В январе – феврале 2022 г. статистика по промышленному производству, потреблению и инвестициям указывала на высокий уровень экономической активности. Несмотря на замедление отдельных показателей, данные свидетельствовали о вероятном превышении оценки ВВП за I квартал 2022 г. над прогнозом, сделанным Банком России в начале года (представлен в ДоДКП 1/22).

В конце февраля – начале марта 2022 г. экономика столкнулась с совокупностью шоков – резким ограничением внешней торговли, затруднениями в закупках сырья и комплектующих, объявлениями о прекращении поставок ряда зарубежных товаров на российский рынок. Статистика за I квартал 2022 г. отражает рост экономики на базе прежних тенденций, однако оперативные индикаторы экономической активности по итогам марта показывают начавшийся спад.

Потребители, стремясь приобрести товары из-за опасений дефицита и ожидая роста инфляции и ослабления курса рубля, ажиотажно увеличивали покупки, а затем резко их сократили. В результате **в марте сокращение потребительской активности наблюдалось по всем основным категориям**. Значительное снижение наблюдалось в обороте общественного питания (-7,0% м/м, SA) и в объеме платных услуг (-4,2% м/м, SA). Оборот розничной торговли сокращался несколько меньшими темпами (-2,5% м/м, SA) – резкое сокращение покупок непродовольственных товаров (-5,7% м/м, SA) было компенсировано небольшим ускорением оборота продовольственных товаров (1,0% м/м, SA, в марте после 0,9% м/м, SA, в феврале). В то же время в целом по отношению к допандемическому уровню IV квартала 2019 г. продажи непродовольственных товаров остаются выше на 8,2%, продовольственных – на 2,9%.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ
(прирост в % м/м, к/к, SA)

Табл. 3

	IV кв. 2020	I кв. 2021	II кв. 2021	III кв. 2021	IV кв. 2021	I кв. 2022	Январь 2022	Февраль 2022	Март 2022
ИБВЭД	1,4	1,8	2,1	0,0	2,1	0,3	0,4	-0,4	-0,8
Объем платных услуг населению	7,9	2,8	3,1	1,1	3,5	1,5	1,6	1,0	-4,2
Промышленное производство	2,3	1,6	1,9	0,7	2,6	0,4	0,1	-0,3	-0,7
Добыча	2,8	2,4	3,5	0,6	3,3	1,0	-0,2	0,6	0,5
Обработка	1,8	0,8	1,0	0,6	2,7	0,2	0,7	-0,6	-2,4
Объем строительства	0,9	1,8	2,0	0,4	1,8	0,8	-0,8	1,1	0,3
Грузооборот транспорта	1,9	1,0	4,7	-0,8	0,0	0,3	2,5	-2,1	2,0
Оборот оптовой торговли	2,2	0,6	0,6	-0,7	1,8	0,7	0,7	-1,1	-0,7
Оборот розничной торговли	0,7	2,5	1,4	0,7	0,2	1,6	0,2	3,1	-2,5
Продовольственные товары	1,0	1,2	0,3	0,6	0,9	1,8	0,5	0,9	1,0
Непродовольственные товары	0,4	3,7	2,4	0,8	-0,5	1,4	0,0	5,2	-5,7
Оборот общественного питания	4,2	13,8	3,8	0,4	-1,2	2,2	6,6	1,2	-7,0

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Предприятия-экспортеры столкнулись со сложностями при проведении платежей, отказом контрагентов от будущих, а в некоторых случаях и действующих контрактов. Компании-импортеры стремились нарастить запасы готовых товаров, сырья и комплектующих, цены на которые резко выросли, в том числе из-за ослабления курса рубля. **Примерно половина предприятий, опрошенных Банком России в первые две недели марта, указывали на сложности с поставками.** Частота упоминаний этой проблемы превышала аналогичный показатель весны 2020 года. Более половины предприятий, имеющих иностранных контрагентов, испытывали затруднения при расчетах. Большинство предприятий-экспортеров сообщали, что на момент опроса не смогли найти новых покупателей на свою продукцию на внешнем рынке. Выпуск промышленности в марте снизился на 0,7% м/м (SA), отражая появившееся напряжение в обрабатывающих отраслях (в них выпуск снизился на 2,4% м/м, SA). Отрасли добывающей промышленности пока в меньшей степени столкнулись с кризисными явлениями – по итогам марта в них был зафиксирован небольшой рост (на 0,5% м/м, SA), сопоставимый с предыдущими месяцами.

В II – III КВАРТАЛАХ 2022 ГОДА В ЭКОНОМИКЕ НАЧНЕТСЯ ПЕРИОД СТРУКТУРНОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ, СЕКВЕНЦИАЛЬНЫЙ РОСТ ВЫПУСКА ВОЗОБНОВИТСЯ К КОНЦУ ГОДА

Современные производственные цепочки, сформировавшиеся в условиях глобализации и на основе принципов сравнительных преимуществ, предполагают большой объем взаимосвязей с поставщиками и покупателями в разных странах мира. Российским компаниям, в условиях введенных ограничений на экспорт и импорт, придется менять наработанную практику и бизнес-модели – искать новых поставщиков и покупателей, оптимизировать затраты с учетом роста транспортных издержек, в некоторых случаях менять профиль и направления деятельности, перестраивать процессы производства с учетом изменившейся доступности технологий, формировать новые квалификационные требования к нанимаемым специалистам.

Данные опросов ИЭП им. Е.Т. Гайдара и индекс деловой среды РСПП указывают на нарастающую проблему сокращения запасов. В сложившихся внешних условиях временной лаг между исчерпанием запасов от старых поставщиков и пополнением от новых может быть значительным и приводить к существенному замедлению производственной деятельности, вплоть до временной приостановки.

В то же время согласно опросу предприятий Банка России признаки адаптации уже появились. Если в марте доля предприятий, испытывающих перебои в поставках, росла каждую неделю, то с начала апреля она начала постепенно снижаться, хотя и остается выше среднего значения за март – май 2020 года. Также по сравнению с серединой марта снизилась доля предприятий, сообщавших о том, что их деятельность затруднена или остановлена.

Структурная трансформация будет сопровождаться изменением веса отраслей в экономике и неизбежно приведет к сокращению уровня выпуска относительно IV квартала 2021 года. **Сильные шоки, влияющие на основные производственные процессы, могут привести к более значительному и продолжительному сокращению предложения по сравнению со спросом.** Общая неопределенность, трудности со сбытом экспорта и покупкой необходимых в производстве импортных товаров приведут к заметному уменьшению частных инвестиций.

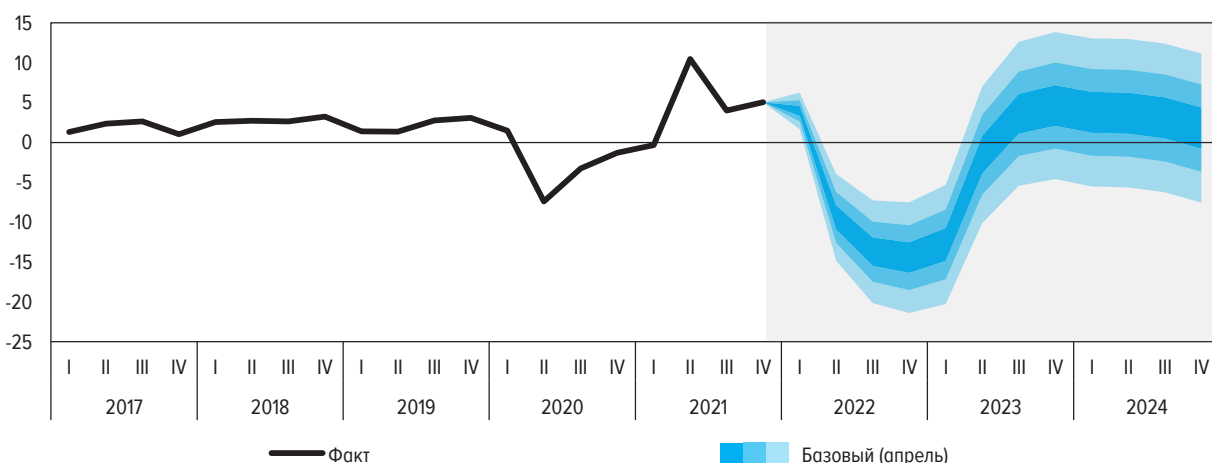
Согласно прогнозу Банка России, валовое накопление в 2022 г. может сократиться на 30,5–34,5%, включая снижение ВНОК на 16–20%. Расходы на конечное потребление домохозяйств в условиях сокращения ассортимента и доступности импортных товаров, более высокой их стоимости, а также переключения на сберегательную модель поведения могут уменьшиться на 8,5–10,5%. Общий показатель расходов на конечное потребление сократится меньше – на 5,5–7,5% – за счет поддержки со стороны сектора государственного управления.

ВВП по итогам 2022 г. снизится на 8,0–10,0%, при этом нижняя точка спада придется на IV квартал – квартальный выпуск в годовом выражении может сократиться на 12,5–16,5%. При этом наибольшее секвенциальное снижение выпуска будет наблюдаться в II–III кварталах 2022 г., а возвращение к положительным секвенциальным темпам роста произойдет уже к концу 2022 года.

По оценкам Банка России, примерно 50% сокращения выпуска 2022 г. можно отнести на сокращение потенциального уровня, остальное – на циклический спад. По мере адаптации экономики уровень потенциального выпуска будет расти. Бюджетная поддержка будет способствовать преодолению кризиса, частично компенсируя сформировавшийся отрицательный разрыв выпуска: в соответствии с принятым Правительством Российской Федерации решением о приостановке действия бюджетного правила в 2022 г. дополнительные нефтегазовые доходы будут направляться в экономику. Кроме того, инвестирование средств Фонда национального благосостояния внутри экономики России окажет дополнительное стимулирование, способствуя восстановлению ВНОК, который секвенциально начнет расти уже в IV квартале 2022 года.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 12



Примечание. Затененные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок базового сценария, лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого темп прироста ВВП примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. И в оставшихся 25 случаях темп прироста ВВП может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затенена серым цветом.

Источник: расчеты Банка России.

Для целей модельных расчетов базового сценария предполагается, что нормализация бюджетной политики начнется в 2023 г., а с 2025 г. будет действовать бюджетное правило, модифицированное с учетом новых внешних условий. Дополнительные доходы будут накапливаться внутри страны в национальной валюте, поэтому операции конвертации на внутреннем валютном рынке проводиться не будут, и, соответственно, изменение резервов не будет отражаться в статистике международных резервов. Модельные предположения будут уточнены по мере принятия соответствующих решений Правительством Российской Федерации.

К КОНЦУ ПРОГНОЗНОГО ГОРИЗОНТА ЭКОНОМИКА ПЕРЕЙДЕТ К НОВОМУ РАВНОВЕСИЮ

Кризис 2022 г. – один из самых существенных вызовов, стоящих перед российской экономикой с 1990-х годов. Меры, принимаемые Правительством Российской Федерации и Банком России, будут поддерживать структурную трансформацию экономики, переход к новым равновесным трендам.

Значимое сокращение внешней торговли и возможностей для последующего наращивания экспорта приведет к тому, что в новом равновесии доля экспорта в экономике будет ниже исторических средних значений. Выпуск будет в большей степени сконцентрирован на производстве для внутреннего рынка.

По оценке Банка России, экономика пройдет большую часть пути адаптации уже к середине 2023 г. – сформируются новые экономические связи и рынки сбыта, появятся заделы для локализации производств. По итогам 2023 г. темп прироста ВВП может сложиться в диапазоне (-3)–0%, при этом годовой прирост выпуска в IV квартале 2023 г. может составить 4,0–5,5%. Темп прироста потребления домохозяйств в IV квартале 2023 г. в годовом выражении может достичь 4,5–6,0%, а темп прироста ВНОК – диапазона 10–12%.

В 2024 г. новое равновесие будет обретать устойчивые контуры, восстановительный прирост ВВП по итогам года составит 2,5–3,5%. В дальнейшем рост может ускориться, если новое равновесие будет базироваться на устойчивых фундаментальных факторах, которые предполагают увеличение совокупной факторной производительности за счет приобретения новых знаний, адаптации и развития технологий, появления инновационных решений, развития человеческого капитала. В случае искусственного стимулирования неэффективных производств и бизнес-моделей, нежизнеспособных в новых условиях предприятий можно ожидать снижения совокупной факторной производительности и долгосрочного потенциала роста.

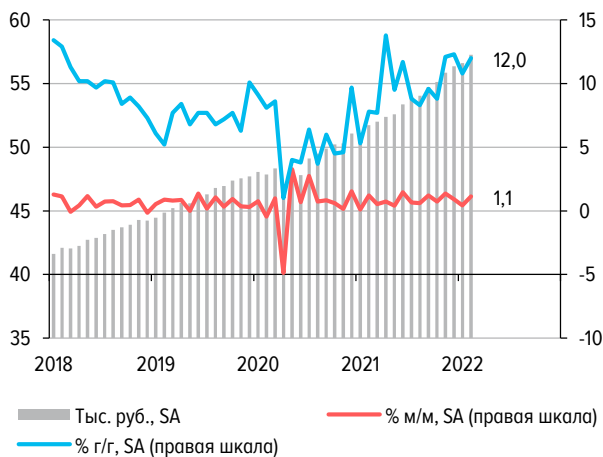
УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ ПОСЛЕ ДОСТИГНУТОГО ИСТОРИЧЕСКОГО МИНИМУМА УМЕРЕННО ВЫРАСТЕТ

В 2021 г. занятость в наиболее пострадавших от противоэпидемических ограничений сферах восстанавливалась, а быстрый рост экономики способствовал расширению рабочих мест. В результате уровень безработицы в феврале 2022 г. достиг исторического минимума и составил 4% (SA).

Трансформация российской экономики может привести к росту безработицы, вызванной структурной перестройкой на рынке труда. Изменения могут быть неравномерными как в отраслевом, так и в региональном разрезе. Уход крупных зарубежных компаний из сфер белых воротничков приведет к тому, что часть бывших сотрудников таких компаний потеряет работу, а количество вакансий этих категорий в целом снизится. При этом процессы трансформации производственных цепочек (налаживание собственного производства, освоение нового оборудования взамен недоступного и увеличение объемов ремонта ранее закупленного) могут требовать больше работников категории синих воротничков, рынок которых уже испытывает состояние дефицита. Индекс компании HeadHunter, отражающий конкуренцию

ДИНАМИКА НОМИНАЛЬНОЙ
ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ

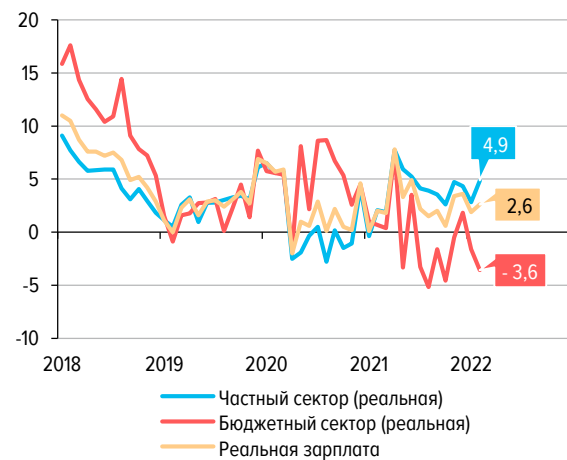
Рис. 13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА РЕАЛЬНОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ
(% г/г)

Рис. 14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

среди соискателей на размещенные вакансии, уже в марте 2022 г. показывал конкуренцию для белых воротничков в диапазоне от трех до девяти человек на место в зависимости от специальности, в то время как для синих воротничков – не превышал трех человек на место.

В то же время рост безработицы может быть умеренным – в условиях резкого роста инфляции предприятия, как правило, не стремятся его компенсировать повышением заработной плат и оставляют их номинальный уровень прежним. Такая стратегия позволяет компаниям сокращать реальные затраты на трудовые ресурсы при максимально возможном сохранении рабочих мест.

Высокий темп роста заработной плат, наблюдавшийся в последнее время, позволит российским предприятиям удерживать достигнутый номинальный уровень в течение длительного периода. Заработные платы и в номинальном, и в реальном выражении в 2021 – начале 2022 г. в России росли ускоренными темпами. В феврале номинальный рост заработной плат ускорился до 12,0% в годовом выражении после 10,8% в январе. Месячный прирост составил 1,1% м/м (SA) в феврале после 0,4% м/м (SA) в январе. В месячном выражении номинальные заработные платы выросли в основном за счет торговли, обработки, научной деятельности, ИТ, финансовой и строительной отраслей.

Рост реальной заработной платы в феврале также ускорился до 2,6% в годовом выражении после 1,9% в январе. Ускорение произошло в основном за счет частного сектора, тогда как в бюджетном секторе падение заработной плат ускорилось. При этом уровень реальной заработной платы остается выше допандемического уровня IV квартала 2019 г. на 4,9%.

Большинство предприятий, опрошенных Банком России, не планируют сокращать штатную численность в ближайшее время. Меры по поддержке занятости, принятые Правительством Российской Федерации в 2022 г., также будут способствовать смягчению влияния кризиса на рынок труда.

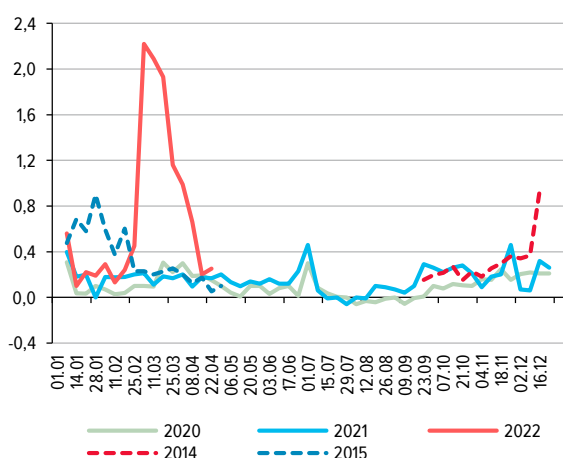
ИНФЛЯЦИЯ

АПРЕЛЬСКИЕ ДАННЫЕ УКАЗЫВАЮТ НА ЗАМЕДЛЕНИЕ ПРИРОСТА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН

В последнюю неделю февраля инфляционное давление существенно усилилось, в том числе вследствие резкого изменения внешних условий. Ослабление рубля, повышение инфляционных ожиданий домохозяйств привели к всплеску спроса на отдельные группы товаров

НЕДЕЛЬНЫЙ ПРИРОСТ ЦЕН
(прирост к предыдущей неделе,%)

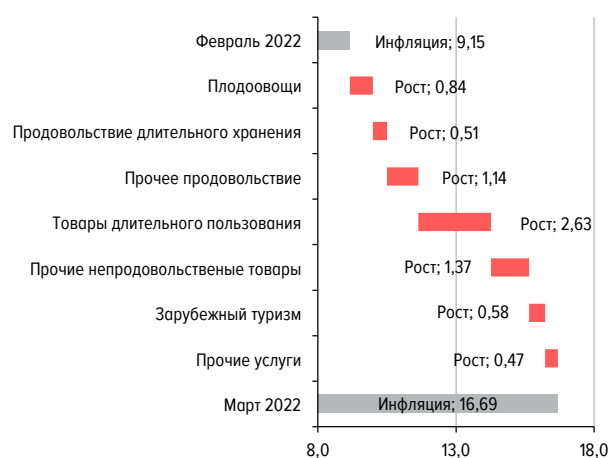
Рис. 15



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ВКЛАДЫ В ИЗМЕНЕНИЕ ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ
(п.п.)

Рис. 16



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

и услуг. В результате резко повысились цены на бытовую технику и электронику, зарубежные туры. Годовая инфляция в феврале увеличилась до 9,2%, месячный прирост потребительских цен – до 1,01% (SA), почти сравнявшись с пиковым значением октября 2021 года⁴.

В марте годовая инфляция ускорилась до 16,7%, достигнув максимума с апреля 2015 года. Больше всего повысились цены на непродовольственные товары длительного пользования – автомобили, бытовую технику и электронику. Во второй половине марта укрепление рубля и исчерпание эффектов ажиотажного спроса способствовали замедлению роста цен на многие товары и даже удешевлению некоторых из них (хотя пересмотр цен вниз проводился уже после существенного повышения, итоговая цена все равно была выше февральских значений)⁵. Начиная со второй половины марта недельный прирост цен начал снижаться.

По оценкам Банка России, пик секвенциального сезонно сглаженного прироста цен пройден. Перенос произошедшего ослабления курса рубля в цены во многом завершен, а факторов для новой волны ажиотажного спроса все меньше. Высокие ставки на депозитном рынке способствуют ограничению избыточного потребления в пользу формирования сбережений.

О влиянии структурной трансформации на темп роста цен

Стандартное определение инфляции – это рост общего уровня цен в экономике¹. Однако на практике цены редко растут равномерно и на все товары потребительской корзины сразу. Чаще всего цены на одни товары могут снижаться, на другие – расти. В результате может меняться соотношение цен на различные товары или услуги между собой, то есть могут меняться относительные цены. Например, выход на рынок товара с новыми техническими характеристиками, прекращение выпуска товара, изменение структуры издержек производства определенных товаров – все это может приводить к изменению относительных цен всех взаимосвязанных товаров и услуг. Как правило, процессы подстройки относительных цен существенно не влияют на общий темп роста цен. Кроме того, обычно предполагается, что цены являются жесткими в краткосрочном периоде; на практике это означает достаточно редкие пересмотры прейскуранта. Когда же пересмотр происходит, то повышение цен обычно закладывается исходя из ожиданий будущих предельных издержек, которые в отсутствие шоков близки к цели по инфляции.

¹ См. подраздел «Что такое инфляция» на официальном сайте Банка России.

⁴ См. информационно-аналитический комментарий «Динамика потребительских цен», № 2 (74), февраль 2022 года.

⁵ См. информационно-аналитический комментарий «Динамика потребительских цен», № 3 (75), март 2022 года.

Масштабная трансформация экономики автоматически приводит к тому, что в краткосрочном периоде относительные цены меняются по широкому кругу товаров и услуг, а степень жесткости цен становится заметно меньше – предприятия вынуждены их пересматривать, потому что меняются практически все компоненты ценообразования, начиная от ресурсов и комплектующих и заканчивая предложением субститутов и комплементарных товаров, изменением спроса. Относительные цены становятся более волатильными, а их подстройка на какой-то период может стать самостоятельной причиной роста общего уровня цен в экономике.

Ценовая политика многих российских компаний во время острой фазы кризиса в марте 2022 г. наглядно продемонстрировала ослабление жесткости цен в экономике в условиях зарождающихся структурных изменений. После того как в марте стали известны внешние ограничения на импорт товаров, преysкуранты на многие товары длительного пользования начали многократно пересматриваться. В некоторых случаях цены менялись ежедневно. Несмотря на то что изменение цен касалось во многом импортной продукции, которая распродавалась из имеющихся запасов и по которой ожидалось прекращение поставок, цены на отечественные товары-субституты также пересматривались (см. врезку «О подстройке цен к резким изменениям экономических условий в 2022 году»).

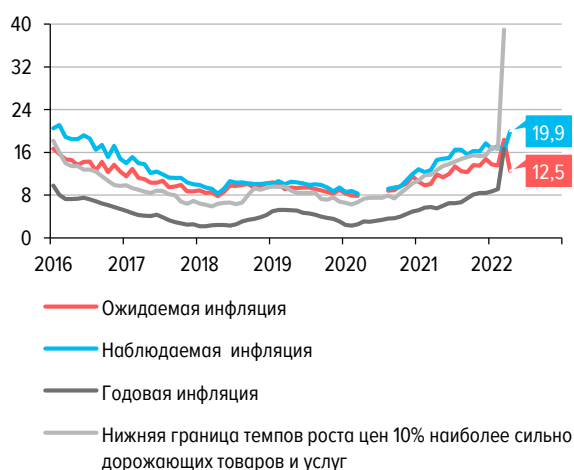
Цены могут оставаться гибкими во время всего трансформационного периода. Компаниям придется решать задачи определения нового ассортимента и его ценовой политики, искать новых поставщиков промежуточной продукции и/или предпринимать шаги по развитию собственного производства комплектующих. Поэтому на первом этапе компании будут выводить на рынок новые продукты в более низких объемах и по «пробным», возможно, более высоким ценам, которые в дальнейшем могут пересматриваться (так называемый процесс price discovery). По мере выявления компаниями потребительских предпочтений в новых условиях и расширения производства цены будут стабилизироваться, а инфляция снижаться.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ И БИЗНЕСА СНИЗИЛИСЬ ПОСЛЕ ПИКА В МАРТЕ

Инфляционные ожидания населения после резкого роста в марте до 18,3%, в апреле снизились до 12,5% – уровня, наблюдавшегося в середине 2021 года. Улучшение оценок респонденты связывали, с одной стороны, с тем, что ожидавшийся месяцем ранее рост цен уже реализовался, с другой – с сохранением позитивных настроений относительно экономических перспектив страны, а также возвращением обменного курса рубля к уровню первых недель года⁶. В апреле

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ (%)

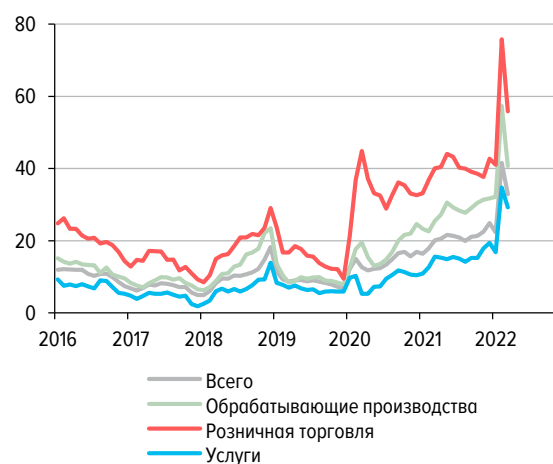
Рис. 17



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

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ (баланс ответов, %, SA)

Рис. 18



Источники: Банк России, Росстат.

⁶ См. [информационно-аналитический комментарий «Инфляционные ожидания и потребительские настроения», № 4 \(64\), апрель 2022 года.](#)

ожидания населения относительно будущей инфляции вновь стали ниже оценок наблюдаемой инфляции (12,5% против 19,9%). Это дает дополнительное подтверждение тому, что напряжение, связанное с ростом цен, снизилось, а риски раскручивания инфляционной спирали уменьшились.

Ценовые ожидания предприятий также снизились, однако в отличие от ожиданий населения их уровень остается вблизи исторически максимальных значений. Опрошенные предприятия отмечают, что планируют в ближайшие три месяца повысить цены на свою продукцию в среднем на 4,2%.

СЕКВЕНЦИАЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ БУДЕТ ПРОДОЛЖАТЬ ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНО ЗАМЕДЛЯТЬСЯ ПОД ВОЗДЕЙСТВИЕМ ПРОВОДИМОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

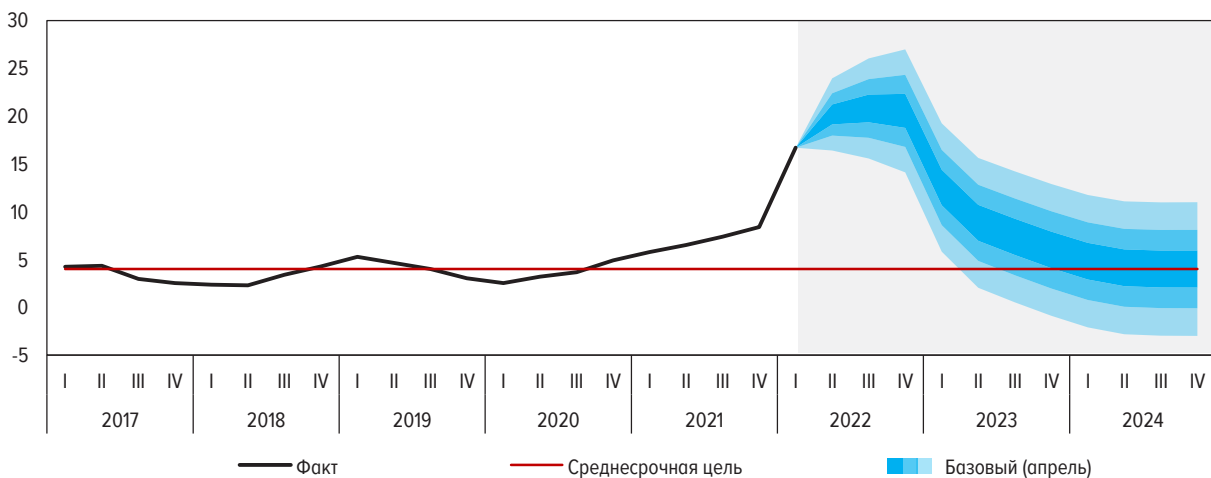
Структурная перестройка, через которую предстоит пройти российской экономике, вызвана внешними причинами – внезапно оказались недоступными многие импортные товары, комплектующие, сырье. Поэтому в **2022 г. в динамике инфляции будет преобладать влияние шоков предложения, а на динамику цен будут значимо влиять процессы подстройки относительных цен к структурным изменениям.** В условиях ограничений на пополнение запасов основной вклад в потребительскую инфляцию станет вносить динамика цен на непродовольственные товары длительного пользования. В случае неблагоприятных тенденций на продовольственных рынках дополнительный вклад может вносить и продовольственная инфляция. Дезинфляционное влияние станет оказывать существенный отрицательный разрыв выпуска.

Секвенциальная инфляция начнет замедляться с II квартала 2022 г. под воздействием принятых мер по денежно-кредитной политике. Годовая инфляция в течение большинства месяцев оставшейся части года может расти, и по итогам 2022 г. годовой темп роста потребительских цен сложится в диапазоне 18–23%.

В 2023–2024 гг. инфляция станет замедляться под действием совокупности дезинфляционных факторов. Во-первых, будет постепенно завершаться структурная трансформация экономики и сопутствующая подстройка относительных цен. Выстраивание новых производственных цепочек, стабилизация новых логистических маршрутов, переход к масштабированию

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 19



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок базового сценария, лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого инфляция примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. И в оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом. Источник: расчеты Банка России.

производства новых продуктов будут способствовать расширению предложения. Во-вторых, низкая стоимость трудовых ресурсов в реальном выражении будет ограничивать рост издержек компаний и, соответственно, необходимость дальнейшего повышения цен. В-третьих, возвращение населения к сберегательной модели поведения приведет к росту нормы сбережений до исторически нормальных уровней и будет способствовать ограничению избыточного роста потребления. При этом дезинфляционное влияние отрицательного разрыва выпуска сохранится до конца прогнозного горизонта. Таким образом, под воздействием проводимой денежно-кредитной политики годовой темп роста цен сложится в диапазоне 5,0–7,0% по итогам 2023 г. и к 2024 г. вернется к целевому значению 4%.

РЕШЕНИЕ ПО ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ И ТРАЕКТОРИЯ СТАВКИ

Несмотря на существенное изменение условий реализации денежно-кредитной политики, инфляция вблизи 4% остается основной целью Банка России. Принятое 28 февраля решение о повышении ключевой ставки до 20% позволило затормозить резкий всплеск инфляции и оградить экономику от рисков для финансовой стабильности. В дальнейшем гибкая природа таргетирования инфляции позволит Банку России облегчить адаптацию российской экономики к новым условиям, создав при этом фундамент для постепенного возвращения инфляции к цели.

Инфляционные процессы в российской экономике в текущем периоде в основном определяются шоками предложения, вызванными внешними ограничениями и лишь в малой степени связанными с циклическим состоянием экономики. Объем предложения многих товаров снижается с одновременным ростом издержек на их производство, что приводит к ухудшению таких показателей финансовой стабильности, как операционная и финансовая нагрузка компаний, – сокращается объем доступных ресурсов для обслуживания основного капитала и процентов по долгу. Низкая ценовая эластичность спроса в ситуации дефицита позволяет компаниям повышать цены для преодоления трудностей, связанных с адаптацией к новым производственным и логистическим процессам. Таким образом, временный рост цен позволяет демпфировать возможное ухудшение финансового положения компаний и позволяет снизить риски для финансовой стабильности.

В ситуации структурной перестройки, вызванной шоками предложения, проведение чрезмерно жесткой денежно-кредитной политики, направленной на скорейшее возвращение инфляции к цели, нецелесообразно – подавленный спрос не позволит производителям наращивать производство. Компании будут вынуждены снижать цены на конечные товары на фоне сильно падающего спроса и могут потерять финансовую устойчивость, хрупкую в условиях трансформации. Кроме того, высокая стоимость заемных ресурсов при росте потребности в оборотных средствах снизит скорость адаптации компаний к новым условиям. В результате спад экономики будет более глубоким, дальнейшее восстановление – более продолжительным, а инфляция после периода структурной перестройки может оказаться существенно ниже цели.

Однако проведение чрезмерно мягкой политики может также замедлить восстановление, поскольку будет способствовать формированию инфляционной спирали – неоправданный и неконтролируемый рост цен приведет к росту инфляционных ожиданий и вызовет дальнейший рост цен.

Структурная перестройка экономики будет эффективной, только если она будет происходить в условиях замедляющейся инфляции, поэтому Банк России будет принимать решения исходя из требуемой степени жесткости для возвращения инфляции к цели. Задачей денежно-кредитной политики в этот период будет следующее: постепенно возвращая инфляцию к цели, в то же время допускать такой темп роста цен, который достаточен для адаптации производства к новым условиям и для перехода к масштабированию выпуска, за счет

которого компании смогут перейти к снижению цен в дальнейшем. Постепенное уменьшение остроты шоков предложения по мере завершения процессов структурной перестройки и проводимая денежно-кредитная политика будут способствовать устойчивому ослаблению инфляционного давления.

Решения Банка России о снижении ключевой ставки 8 и 29 апреля до 17% и затем до 14% соответственно отражают наблюдаемое замедление инфляции и инфляционных ожиданий и, таким образом, уменьшение рисков для ценовой стабильности. При принятии этих решений учитывалась не только степень требуемого дезинфляционного влияния денежно-кредитной политики, но и необходимость поддержания доступности кредитных ресурсов в экономике и ограничения масштабов спада экономической активности.

Базовый сценарий предполагает значение ключевой ставки в среднем за год в диапазоне 12,5–14,0% в 2022 г. – это означает, что пространство для снижения ключевой ставки до конца года остается. Траектория ставки в 2023–2024 гг. также предполагает возможность дальнейшего снижения при развитии ситуации в соответствии с прогнозом Банка России (до 9–11% в среднем в 2023 г. и до 6–8% в среднем в 2024 г.), что поддержит кредитование на среднесрочном горизонте, не создавая рисков для финансовой и ценовой стабильности.

Представленная траектория ставки отражает текущую оценку ситуации, которая отличается повышенной неопределенностью. Баланс рисков ускорения инфляции, спада экономической активности и рисков для финансовой стабильности может существенно измениться. Возможности, сроки и шаги по снижению ключевой ставки будут зависеть от поступающей информации о фактической и ожидаемой динамике инфляции относительно цели, процесса структурной перестройки экономики, а также изменения существенных внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Неопределенность базового сценария остается крайне высокой. Представленный базовый сценарий существенно зависит от развития геополитических факторов, а также от способности экономики адаптироваться в новых условиях. На среднесрочном горизонте преобладают проинфляционные риски, хотя их влияние снизилось по сравнению с периодом конца февраля. Среди основных проинфляционных рисков можно отметить следующие:

- ▲ Дальнейшее усиление внешних торговых и финансовых ограничений.
- ▲ Более значительное снижение потенциала российской экономики, чем предполагается в базовом сценарии.
- ▲ Рост инфляционных ожиданий в условиях их повышенных и незаякоренных уровней. Значимым фактором, влияющим на динамику инфляции и инфляционных ожиданий, будет оставаться динамика обменного курса рубля.
- ▲ Дополнительные решения по существенному изменению параметров бюджетной политики, неизвестные на момент подготовки базового прогноза Банка России.

К основным дезинфляционным рискам базового сценария относятся:

- ▼ Дополнительные ужесточения денежно-кредитных условий в экономике из-за сохранения высокой премии за риск в кредитных ставках и повышенных требований банков к заемщикам на фоне высокой неопределенности. Это в совокупности может привести к более существенному замедлению кредитной активности.
- ▼ Более быстрое восстановление предложения на фоне сохранения высокой нормы сбережений населения и низкой потребительской активности.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

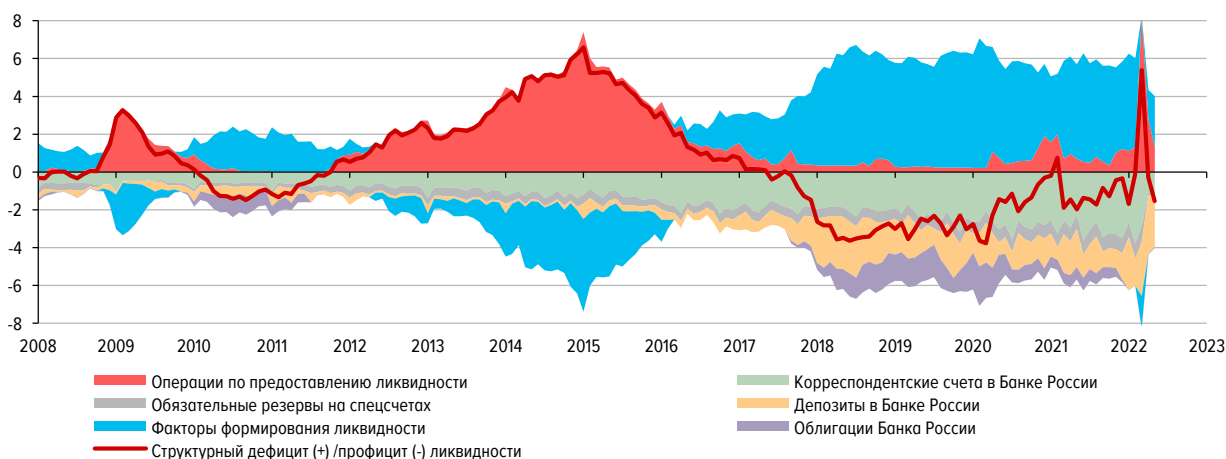
Ликвидность банковского сектора. В феврале – первой половине апреля 2022 г. структурный дефицит ликвидности в среднем по периодам усреднения (ПУ) обязательных резервов (ОР) сложился на уровне 1,5 трлн руб. (с октябрьского по январский ПУ: профицит 0,9 трлн руб.). За рассматриваемый период ситуация с ликвидностью значимо и разнонаправленно менялась. Так, в конце февраля из-за оттока средств в наличные деньги, крупных налоговых платежей в конце месяца и снижения объемов размещения средств в банках Федеральным казначейством (ФК) банковский сектор перешел к структурному дефициту ликвидности. В дальнейшем по мере стабилизации ситуации отток наличных денег и бюджетных средств сменился их возвратом, и в апреле банковский сектор вернулся к структурному профициту ликвидности.

Операции по счетам бюджета. В феврале 2022 г. бюджетные операции привели к оттоку ликвидности из банковского сектора. После крупных налоговых платежей в конце месяца ФК не увеличило, как обычно, а, напротив, снизило объем размещения средств в банках. Однако уже в начале марта ситуация постепенно нормализовалась. Так, ФК и бюджеты субъектов Российской Федерации в марте – апреле нарастили объем размещения средств на депозиты в банках. Объем этих операций не только превысил отток по ним в феврале, но и компенсировал превышение доходов бюджета над расходами за этот период.

Наличные деньги в обращении. В конце февраля – начале марта 2022 года спрос на наличные деньги значительно увеличился: с 24 февраля по 5 марта отток ликвидности составил 2,9 трлн руб. Однако около половины этих средств составил рост остатков в кассах и банкоматах банков. Кредитные организации оперативно увеличили запасы наличных денег, чтобы полностью удовлетворить все запросы на снятие средств со стороны своих клиентов и не допустить нехватки наличных денег в отделениях. После того как спрос на наличные деньги стабилизировался, банки вернули эти невостребованные средства на свои корсчета в Банке России. Также часть наличных денег впоследствии была возвращена населением в банки на фоне роста депозитных ставок. В результате за февраль – апрель 2022 г. объем наличных денег в обращении вырос на 0,6 трлн руб. (за аналогичный период 2021 г. сезонный рост составил 0,5 трлн руб.).

БАЛАНС БАНКА РОССИИ
(по состоянию на начало дня, трлн руб.)

Рис. П-1



Источник: расчеты Банка России.

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ДЕПОЗИТАМ, РЕПО И СВОПАМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА
(трлн руб.)

Рис. П-2

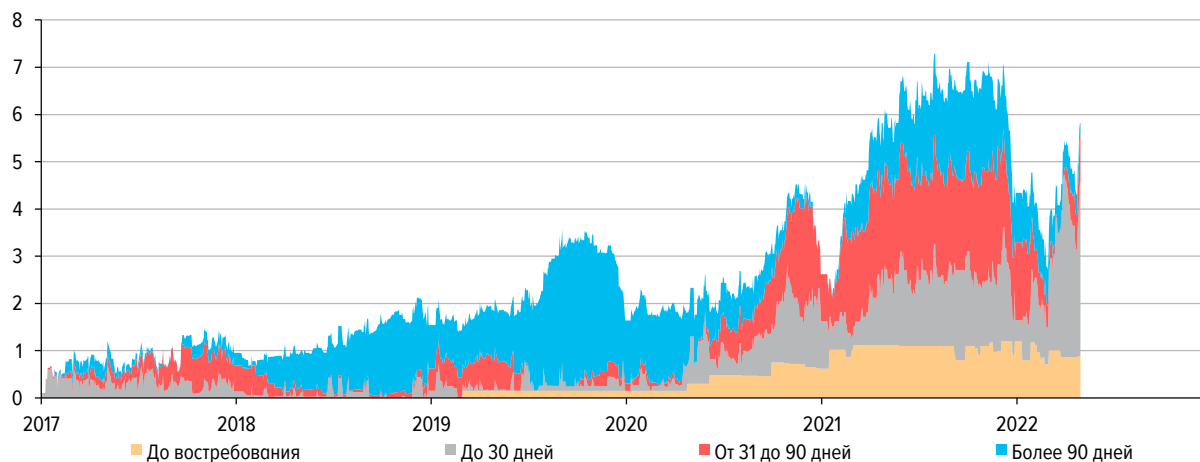
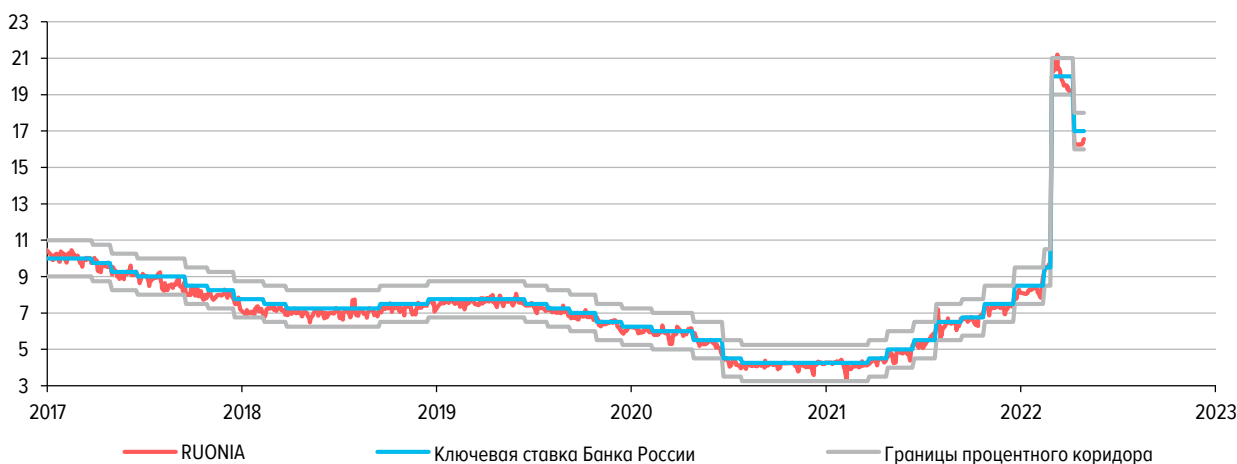
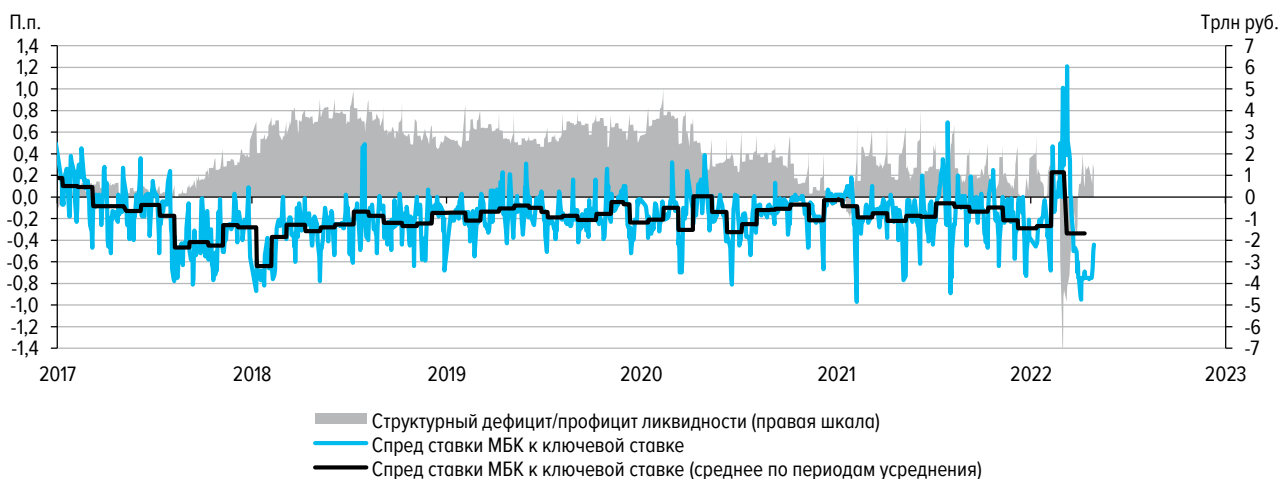
СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ
(% годовых)

Рис. П-3



СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рис. П-4



СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ
(трлн руб.)

Табл. П-1

	Февраль 2022 г.	Март 2022 г.	Апрель 2022 г.	2022 г. (прогноз)
1. Факторы формирования ликвидности	-6,4	3,9	1,2	[1,0; 1,4]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	-4,3	2,3	0,6	[1,4; 1,6]
– изменение наличных денег в обращении	-2,0	0,9	0,6	[-1,0; -0,8]
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке	-0,1	0,0	0,0	-0,1
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,7	0,0	0,6
2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)	-0,9	-1,8	-0,1	[-0,9; -0,8]
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	1,4	-1,2	0,5	[1,4; 1,9]
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России (4 = 2 + 3 - 1)	6,9	-6,9	-0,7	-0,4
Структурный дефицит (+)/профицит (-) ликвидности (на конец периода)	5,4	-0,3	-1,5	[-4,0; -3,5]

* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.
Источник: расчеты Банка России.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2022 г. оценивается в диапазоне от 3,5 до 4,0 трлн рублей. Он учитывает приостановку Минфином России действия бюджетного правила и предпосылку о финансировании части бюджетных расходов с использованием средств ФНБ. Эти операции сформируют основной приток ликвидности в банки. Кроме того, ожидается, что ФК снизит объем временно свободных средств бюджетной системы, размещенных в банках. Эти средства также будут направлены на проведение расходов. Увеличение объема наличных денег в обращении по итогам года прогнозируется в диапазоне 0,8–1,0 трлн рублей. Снижение нормативов обязательных резервов (далее – НОР) до 2% по обязательствам в рублях и до 4% в валюте приведет к концу года к снижению спроса банков на ликвидность и высвобождению 1,5–1,6 трлн руб. по сравнению с уровнем остатков средств на корсчетах и спецсчетах по учету ОР на начало 2022 года.

Применение системы инструментов и достижение операционной цели денежно-кредитной политики. Спред краткосрочных ставок в сегменте МБК денежного рынка¹ к ключевой ставке в феврале – первой половине апреля 2022 года в среднем по ПУ составил -13 б.п. (в IV квартале 2021 г.: -21 б.п.) при колебаниях в интервале от -95 до +121 б.п. (в IV квартале 2021 г.: от -73 до +25 б.п.).

Отток ликвидности в конце февраля и неопределенность в дальнейших денежных потоках банков привели к росту стоимости заимствований на денежном рынке и снижению объемов сделок в необеспеченном сегменте. Так, в начале марта отдельные участники заключали сделки в сегменте МБК овернайт по ставке, превышающей верхнюю границу процентного коридора Банка России.

Для того чтобы поддержать устойчивость кредитных организаций и сблизить ставку RUONIA с ключевой ставкой, Банк России принял ряд оперативных мер. Основные недельные аукционы стали поводиться в форме репо вместо депозитов. Кроме того, ежедневно проводились аукционы «тонкой настройки», чтобы дать возможность банкам привлекать и размещать средства в необходимом объеме по ставке, близкой к ключевой. С 28 февраля по 1 марта аукционы репо проводились без объявления лимита, то есть средства предоставлялись всем участникам в запрашиваемых ими объемах под соответствующее обеспечение. С 1 марта ставка по кредитам под нерыночные активы на сроки от 2 до 90 дней была снижена и приравнена

¹ Ставка МБК (межбанковское кредитование) – ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average), взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

к верхней границе процентного коридора. С 25 марта введены ломбардные кредиты на сроки от 2 до 90 дней по плавающей ставке, также приравненной к верхней границе процентного коридора. Банк России расширил Ломбардный список и смягчил требования к нерыночным активам, принимаемым в обеспечение по кредитам, увеличил индивидуальные лимиты банков по кредитам и репо.

Кроме того, для повышения гибкости банков в управлении собственными средствами Банк России отменил штраф за невыполнение усреднения ОР по итогам февральского ПУ в случае, если размер этого невыполнения не превышал 20% от величины, которую банки должны были поддерживать на корсчетах в этом периоде. Эта мера была эквивалентна оперативно-му снижению усредняемой части ОР на 20%, что дало возможность банкам снизить корсчета в условиях резкого оттока ликвидности. В мартовском ПУ Банк России снизил НОР по всем видам резервируемых обязательств² до 2% и повысил коэффициент усреднения для банков с универсальной и базовой лицензией до 0,9, что также высвободило дополнительные средства как со счетов по учету ОР, так и с корсчетов банков.

В марте – апреле в результате снижения потребности банков в ликвидности ситуация на денежном рынке также стабилизировалась: ставка RUONIA стала формироваться вблизи ключевой ставки с небольшим отрицательным спредом, а обороты в сегменте МБК овернайт приблизились к своему среднегодовому значению. Однако количество участников на рынке сократилось по сравнению с началом года, а наибольшая доля заимствований приходится на несколько крупных банков. При этом сохранялся высокий спрос на депозиты Банка России постоянного действия. Ожидается, что по мере дальнейшей стабилизации ситуации с ликвидностью банки перераспределят свои избыточные средства с депозитов в Банке России на депозиты в сегменте МБК.

Таким образом, система инструментов денежно-кредитной политики Банка России даже в условиях повышенной волатильности денежных потоков позволила в полном объеме удовлетворить потребность банков в ликвидности и компенсировать воздействие внешних факторов. Меры поддержки банков, принятые Банком России, обеспечили непрерывность работы денежного рынка и восстановление в короткие сроки оборотов в краткосрочном сегменте МБК в среднем до уровня начала 2022 года.

Для поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разработал антикризисные программы льготного кредитования. Общий лимит фондирования банков по этим программам составляет 675 млрд рублей. Они дают возможность бизнесу получить оборотные кредиты сроком до 1 года³, а также инвестиционные кредиты на срок до 3 лет по более низким ставкам. Программа оборотного кредитования позволяет малым предприятиям получить льготный кредит (или рефинансировать ранее полученный) по ставке не выше 15% годовых, а средним предприятиям – не выше 13,5%. К началу мая задолженность банков по данному инструменту составила 0,2 трлн рублей. По инвестиционным кредитам ставка конечному заемщику также не превышает 15% для малого и 13,5% для среднего бизнеса.

² НОР по обязательствам в рублях для банков с базовой лицензией остались неизменными на уровне 1%.

³ С 29.04.2022 банки также могут предоставлять кредиты по программе оборотного кредитования МСП самозанятым на предпринимательские цели, а также лизинговым или факторинговым компаниям на цели предоставления имущества в лизинг или финансирования субъектов МСП (см. [пресс-релиз](#)).

ВРЕЗКИ

АДАПТАЦИЯ КВАРТАЛЬНОЙ ПРОГНОЗНОЙ МОДЕЛИ¹ К РЕЖИМУ С КОНТРОЛЕМ ПОТОКОВ КАПИТАЛА

Ужесточение санкционной политики, введение режима контроля за потоками капитала в феврале – марте 2022 г. привели к тому, что зависимость российской финансовой системы от внешнего мира существенно снизилась. Основным каналом связи российской экономики с зарубежными рынками остаются торговые потоки, в свою очередь также испытывающие значительные негативные шоки. В версии модели, использовавшейся до февраля 2022 г., основным каналом связи российского и зарубежных рынков, помимо торгового, являлся финансовый канал непокрытого паритета процентных ставок, который при заданном дифференциале отечественной и внешней процентных ставок с поправкой на премию за риск определял ожидаемое изменение валютного курса. В текущей ситуации этот канал становится малорелевантным, а валютный курс определяется в большей степени балансом торговых потоков. Данное наблюдение лежит в основе логики реализованной в апреле 2022 г. адаптации Квартальной прогнозной модели (далее – КПМ) к режиму контроля за потоками капитала. Имплементация изменений предполагает явное моделирование торговых потоков (то есть выделение из совокупного выпуска экспорта и импорта) и корректировку уравнения непокрытого паритета процентных ставок.

В прежней версии модели разрыв совокупного выпуска \hat{y}_t определялся в рамках уравнения Эйлера, связывающего текущий и будущий разрывы выпуска через разрыв реальной процентной ставки. В предлагаемой модификации модели из разрыва выпуска отдельно выделяются компонента разрыва внутреннего спроса \hat{d}_t , разрыв экспорта \hat{x}_t и разрыв импорта \hat{m}_t :

$$\hat{y}_t = \omega^d \hat{d}_t + \omega^x \hat{x}_t - \omega^m \hat{m}_t,$$

где ω^j – вес соответствующей компоненты j в совокупном выпуске.

Разрыв внутреннего спроса, как ранее выпуска, определяется в рамках логики уравнений Эйлера:

$$\hat{d}_t = \beta^{fwd} \mathbb{E}_t \hat{d}_{t+1} + \beta^{lag} \hat{d}_{t-1} - \beta^r r \hat{r} a_t + \beta^{oil} \hat{q}_t^{oil} + \varkappa_t + \varepsilon_t^{\hat{d}},$$

где $r \hat{r} a_t$ – разрыв ДКУ (индикатор разрыва реальных процентных ставок);

\hat{q}_t^{oil} – разрыв реальной цены на нефть;

\varkappa_t – фискальный стимул;

$\varepsilon_t^{\hat{d}}$ – шок спроса.

Разрыв экспорта определяется внешним спросом, относительной ценой отечественных и зарубежных товаров и условиями торговли:

$$\hat{x}_t = \rho^x \hat{x}_{t-1} + \chi^{yf} \hat{y}_t^f + \chi^z \hat{z}_t + \chi^{oil} \hat{q}_t^{oil} + \varepsilon_t^{\hat{x}},$$

где \hat{y}_t^f – разрыв внешнего выпуска;

\hat{z}_t – разрыв реального курса;

$\varepsilon_t^{\hat{x}}$ – шок спроса на экспорт.

Разрыв импорта связан с общим уровнем внутреннего спроса и реальным курсом:

$$\hat{m}_t = \rho^m \hat{m}_{t-1} + \mu^d \hat{d}_t - \mu^z \hat{z}_t + \varepsilon_t^{\hat{m}},$$

где $\varepsilon_t^{\hat{m}}$ – шок спроса на импорт.

¹ Основная версия модели представлена в работе [Орлов А. «Квартальная прогнозная модель России». Март 2021 года.](#)

² Похожая разбивка используется в полуструктурной модели Хорватии, см. [Ravník, R. и N. Bokan \(2018\). «Quarterly Projection Model for Croatia». В: Surveys 34, The Croatian National Bank.](#)

Корректировка уравнения непокрытого паритета

В прежней версии модели уравнение непокрытого паритета в реальном выражении имело следующий вид:

$$\mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1} - \hat{z}_t = (\hat{r}_t - \hat{r}_t^f - \hat{\vartheta}_t)/4 - \varepsilon_t^{\hat{z}},$$

где \hat{r}_t – разрыв отечественной реальной ставки денежного рынка;

\hat{r}_t^f – разрыв зарубежной реальной ставки денежного рынка;

$\hat{\vartheta}_t$ – разрыв премии за риск;

$\varepsilon_t^{\hat{z}}$ – шок валютного курса;

$\mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1}$ – взвешенные ожидания будущего разрыва реального курса, с весом δ взвешивающее рациональные ожидания и с весом $1 - \delta$ адаптивные:

$$\mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1} = \delta \mathbb{E}_t \hat{z}_{t+1} + (1 - \delta) \hat{z}_{t-1}.$$

Для случая с ограничениями на потоки капитала уравнение непокрытого паритета можно записать в виде:

$$\mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1} - \hat{z}_t + wedge_t^{UIP} = (\hat{r}_t - \hat{r}_t^f - \hat{\vartheta}_t)/4 - \varepsilon_t^{\hat{z}},$$

где «клин» $wedge_t^{UIP}$ – отклонение от стандартного уравнения непокрытого паритета – может быть связан, например, с издержками по изменению портфеля:

$$wedge_t^{UIP} = \psi_t \hat{b}_t,$$

где \hat{b}_t – отклонение доли вложений в национальные активы от равновесной;

ψ_t – предельные издержки изменения финансового портфеля (состоящего из отечественных и зарубежных долговых инструментов).

Издержками изменения портфеля могут являться также ограничения на потоки капитала, накладываемые регулятором, то есть издержки, связанные как с вложениями резидентов в зарубежные активы, так и с вложениями нерезидентов в отечественные активы.

В такой формулировке уравнения непокрытого паритета любой заданный дифференциал процентных ставок (с поправкой на премию за риск) может быть связан не только с ожидаемым ослаблением курса ($\mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1} - \hat{z}_t$), но и издержками по изменению портфеля $\psi_t \hat{b}_t$, что снижает зависимость курса от зарубежных финансовых рынков.

В пределе (при полной изолированности отечественного финансового рынка) весь дифференциал процентных ставок можно объяснить издержками по ребалансировке портфеля:

$$wedge_t^{UIP} \equiv (\hat{r}_t - \hat{r}_t^f - \hat{\vartheta}_t)/4.$$

В этом случае уравнение непокрытого паритета приобретает вид:

$$\hat{z}_t = \mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1} + \varepsilon_t^{\hat{z}}.$$

Далее, делая еще один шаг в сторону от парадигмы рациональных ожиданий, будем под оператором условного математического ожидания $\mathbb{E}_t[\cdot]$ понимать линейную проекцию на усеченное информационное множество \mathcal{Z}_t , релевантное для определения валютного курса³. В случае режима контроля капитала подходящее множество можно суммировать торговым балансом $\hat{t}b_t$ и условиями торговли \hat{q}_t^{oil} : $\mathcal{Z}_t = \{\hat{t}b_t, \hat{q}_t^{oil}\}$. Тогда

$$\mathbb{E}_t \hat{z}_{t+1} \equiv \text{proj}(\hat{z}_{t+1} | \mathcal{Z}_t) = \tilde{\zeta}^{tb} \hat{t}b_t + \tilde{\zeta}^{oil} \hat{q}_t^{oil}, \text{ где } \hat{t}b_t = \hat{x}_t - \hat{m}_t.$$

³ Похожая аппроксимация используется в Marioli, F., F. Bullano, J. Fornero u R Zuniga (2015). «Semi-Structural Forecasting Model». Working Papers Central Bank of Chile.

Уравнение непокрытого паритета в итоге принимает вид:

$$\hat{z}_t = (1 - \delta)\hat{z}_{t-1} - \zeta\hat{\vartheta}_t^{bop} + \varepsilon_t^{\hat{z}},$$

$$\hat{\vartheta}_t^{bop} = \hat{t}b_t + \zeta^{oil}\hat{q}_t^{oil}.$$

В случае частичной изолированности внутреннего финансового рынка можно использовать взвешенную комбинацию стандартного уравнения непокрытого паритета и его модификация для режима с контролем капитала:

$$\hat{z}_t = (1 - \omega^{cc})[\mathbb{E}_t^w \hat{z}_{t+1} - (\hat{r}_t - \hat{r}_t^f - \hat{\vartheta}_t)/4] + \omega^{cc}[(1 - \delta^{cc})\hat{z}_{t-1} - \zeta\hat{\vartheta}_t^{bop}] + \varepsilon_t^{\hat{z}},$$

где ω^{cc} – степень жесткости контроля за движением капитала.

Сравнение импульсных откликов

Изоляция от внешних финансовых рынков в условиях режима контроля капитала приводит к существенному снижению роли валютного канала трансмиссионного механизма (ТМ) денежно-кредитной политики (ДКП), что в целом снижает его эффективность и способность ДКП стабилизировать экономику в ответ на шоки различной природы. Сравним реакцию на шоки модели без режима валютного контроля ($\omega^{cc} = 0$) и модели с достаточно жесткими ограничениями на потоки капитала ($\omega^{cc} = 0,75$).

Шок спроса. При контроле капитала канал валютного курса ТМ ДКП становится неэффективным, и в ответ на рост ставки укрепления реального курса не происходит. В результате реагировать на шок спроса приходится большим повышением ставки, при этом накопленная инфляция все равно остается выше, чем в модели без контроля капитала. В ответ на шок спроса реальный курс немного обесценивается из-за роста спроса на импорт.

Шок цены на нефть. В модели с контролем капитала отражена большая чувствительность курса к торговым потокам и цене на нефть (из-за обязательной продажи валютной выручки). В результате шок цены на нефть приводит к большему укреплению курса и дезинфляционному влиянию в первые полтора года шока, после чего начинает преобладать эффект дохода. Положительный отклик выпуска смещен на последующие периоды из-за большего переключения на импорт в первый год шока. Ставка снижается в ответ на более низкую инфляцию в отличие от модели без контроля капитала.

Шок внешнего спроса. Рост внешнего спроса приводит к росту экспорта, однако в модели с контролем капитала учтена сырьевая ориентация большей части экспорта и слабая реакция рынков факторов производства на рост производства в экспортном секторе. В результате инфляция средне-срочно реагирует значительно слабее, а в первый год шока преобладает дезинфляционный эффект более крепкого реального курса. Ставка в целом мало реагирует на шок внешнего спроса.

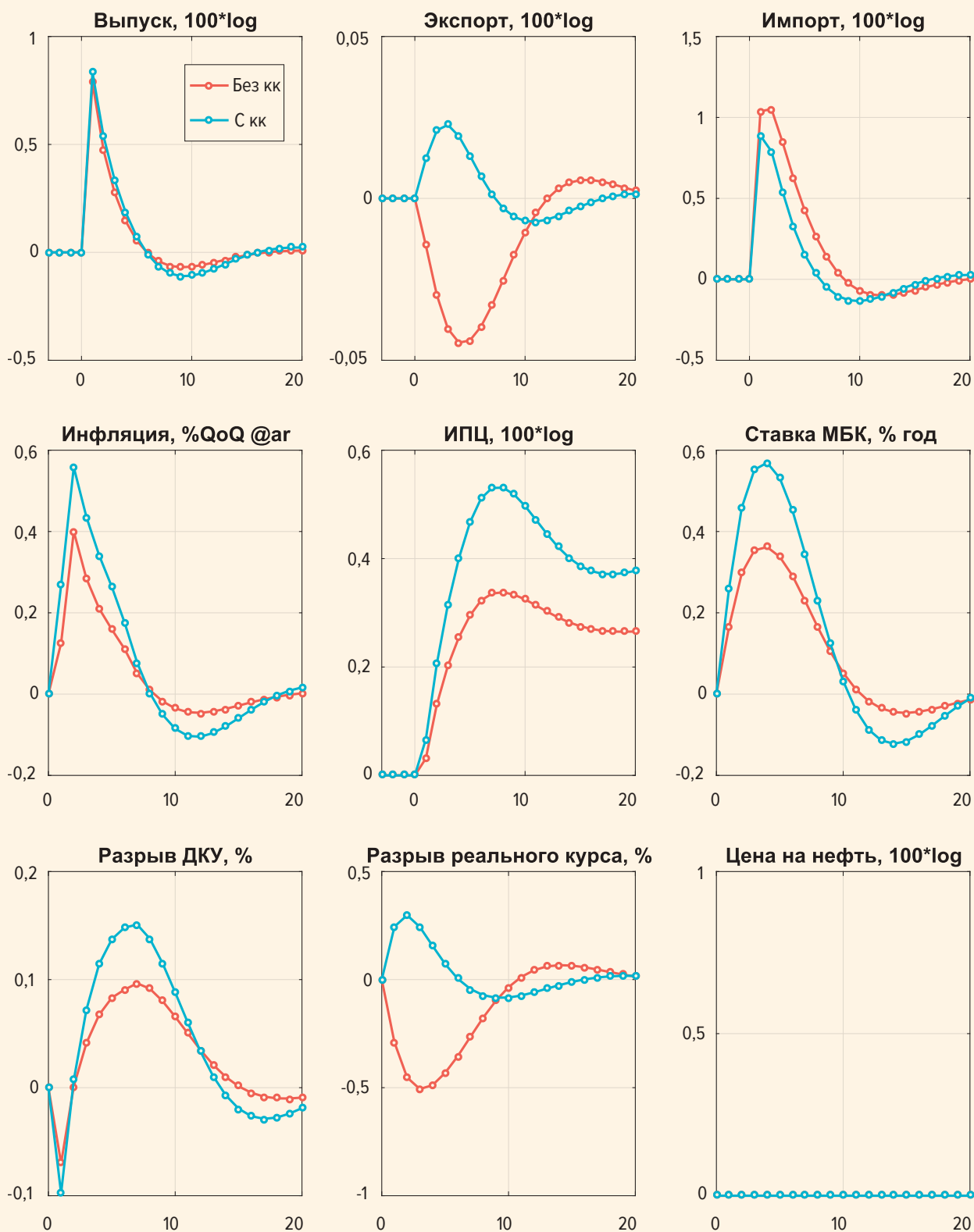
Шок внешней ДКП. В модели с контролем капитала логика непокрытого паритета процентных ставок почти не определяет динамику курса, в результате отклик отечественных переменных на шок внешней ДКП в отличие от модели без контроля капитала ограничивается реакцией экспорта на более низкий внешний спрос. В модели без контроля капитала рост внешней ставки приводит к значимому ослаблению курса и дальнейшему переносу в цены и реакции отечественной ДКП.

Шок ДКП. Из-за неэффективности валютного канала ТМ ДКП при контроле капитала повышение ставки МБК приводит к более продолжительному негативному эффекту на инфляцию: снижение ставки после первоначального шока не приводит к ослаблению реального курса и прямому переносу в цены, что смягчало бы негативный эффект на цены более низкого выпуска, как в случае без контроля капитала (при котором первоначальное снижение выпуска больше из-за укрепления реального курса в момент шока ДКП). Также большим становится последующее смягчение ДКП для компенсации неэффективного валютного канала, в результате увеличивается волатильность ставки.

Импульсные отклики

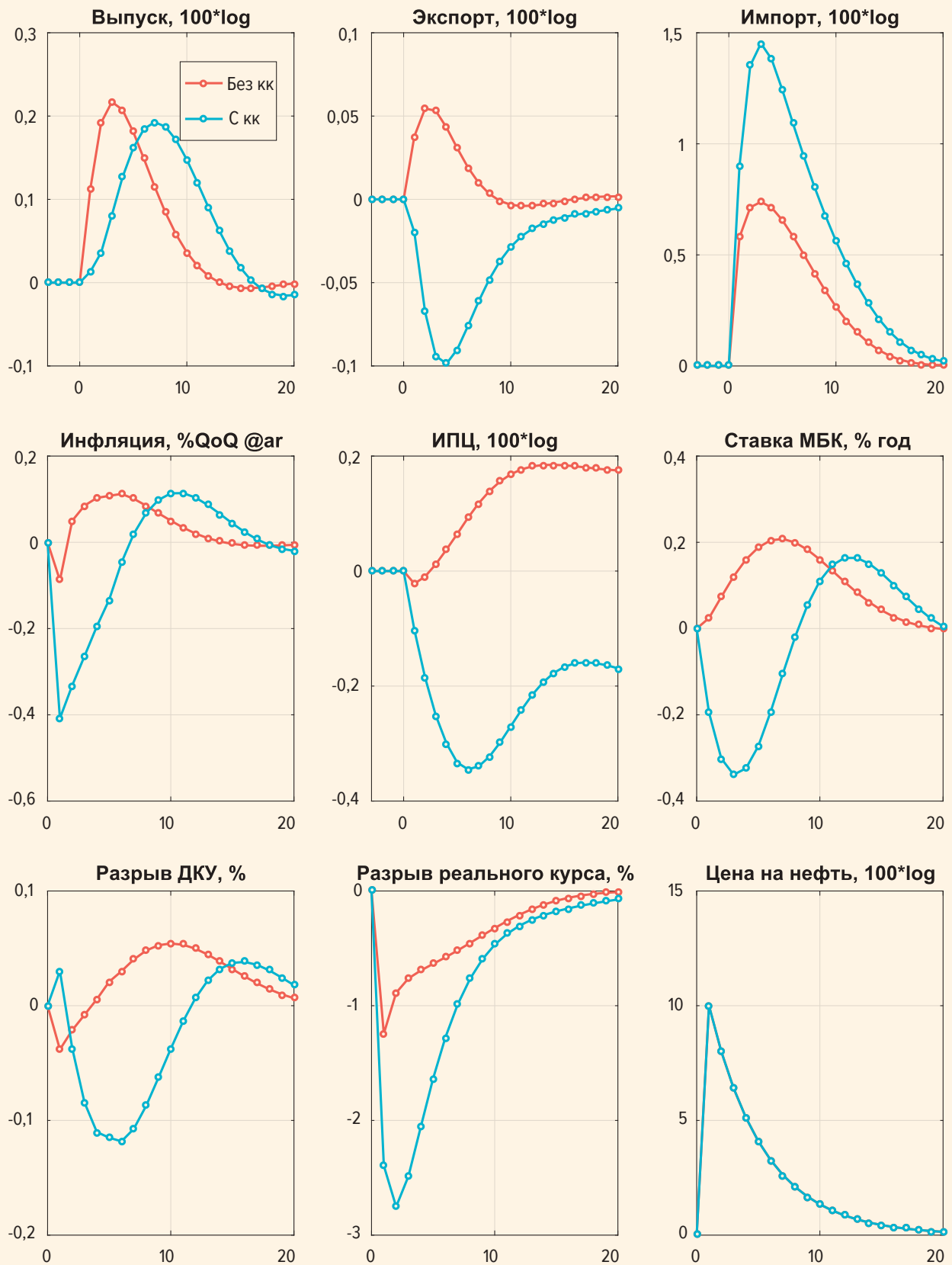
ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ШОК ВНУТРЕННЕГО СПРОСА В РАЗМЕРЕ 1 П.П.

Рис. 1

Примечание. «Без кк» – модель с $\omega^{CC} = 0$, «с кк» – модель с $\omega^{CC} = 0.75$.

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ШОК ЦЕНЫ НА НЕФТЬ В РАЗМЕРЕ 10 П.П. К РЕАЛЬНОЙ ЦЕНЕ НА НЕФТЬ

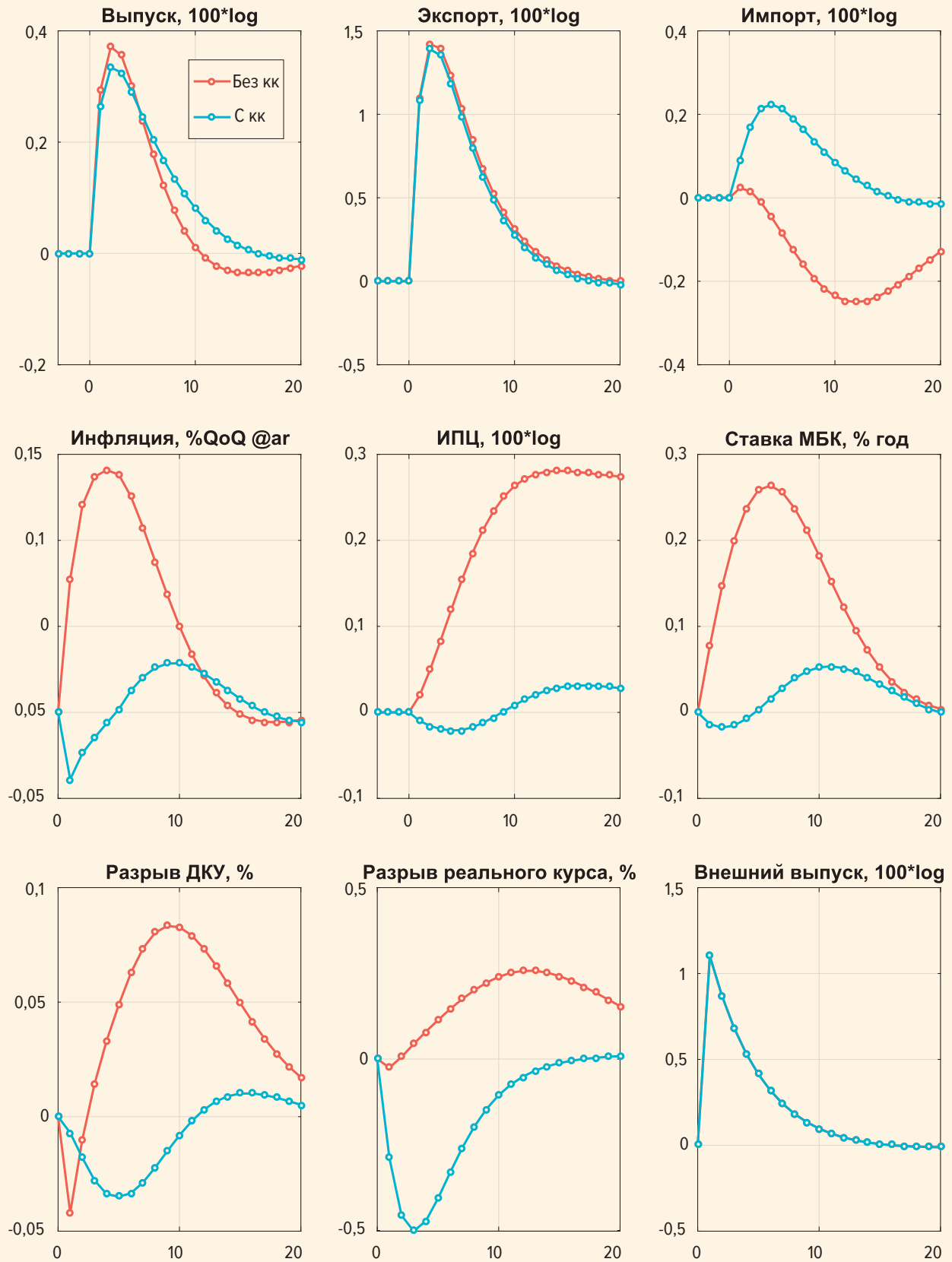
Рис. 2



Примечание. «Без кк» – модель с $\omega^{CC} = 0$, «с кк» – модель с $\omega^{CC} = 0.75$.

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ШОК ВНЕШНЕГО СПРОСА В РАЗМЕРЕ 1 П.П. К ВНЕШНЕМУ ВЫПУСКУ

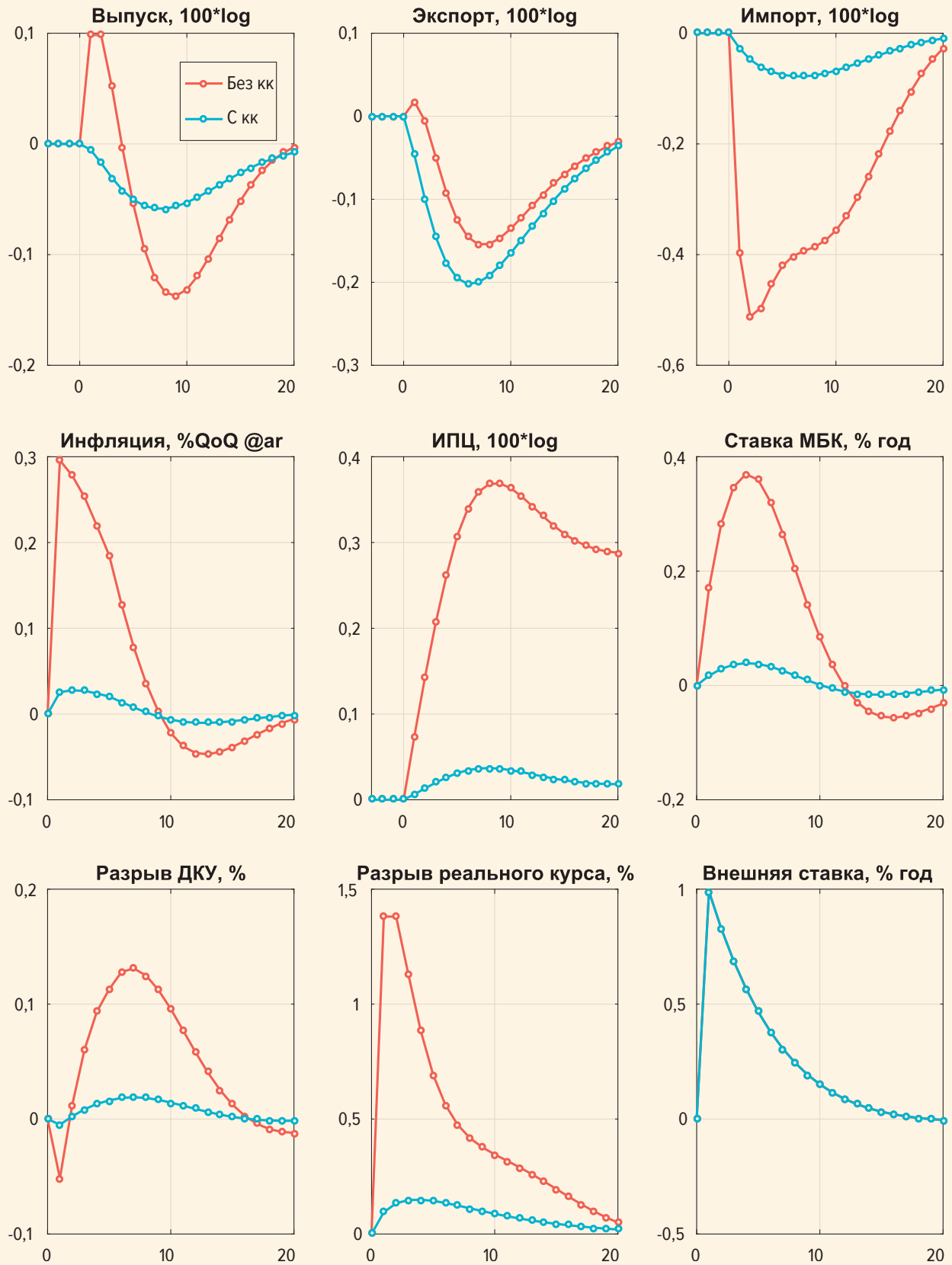
Рис. 3



Примечание. «Без кк» – модель с $\omega^{CC} = 0$, «с кк» – модель с $\omega^{CC} = 0.75$.

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ШОК ВНЕШНЕЙ ДКП В РАЗМЕРЕ 1 П.П. К ЗАРУБЕЖНОЙ НОМИНАЛЬНОЙ КОРОТКОЙ СТАВКЕ

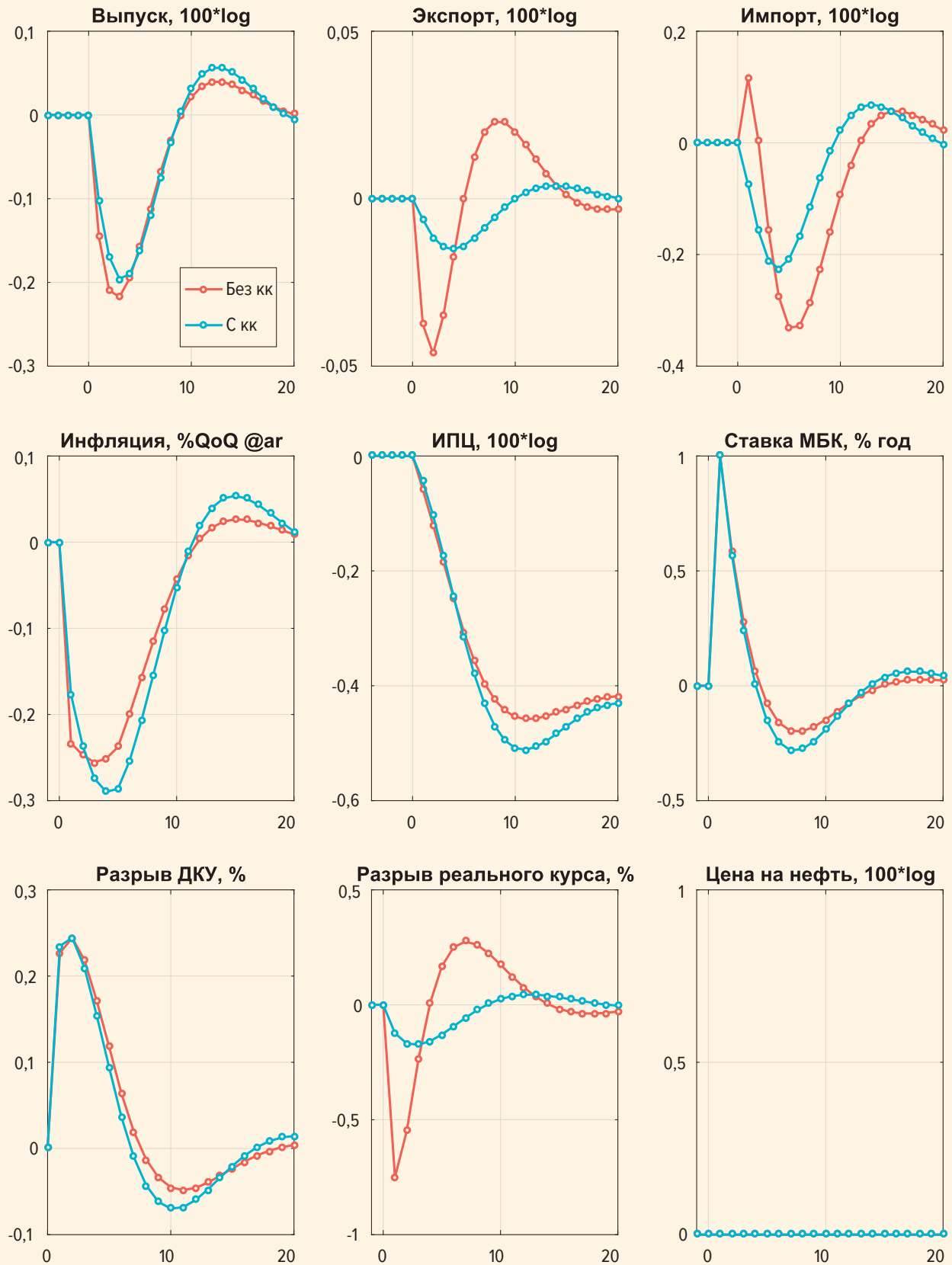
Рис. 4



Примечание. «Без кк» – модель с $\omega^{CC} = 0$, «с кк» – модель с $\omega^{CC} = 0.75$.

ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ ШОК ДКП В РАЗМЕРЕ 1 П.П. К НОМИНАЛЬНОЙ СТАВКЕ МБК

Рис. 5



Примечание. «Без кк» – модель с $\omega^{CC} = 0$, «с кк» – модель с $\omega^{CC} = 0.75$.

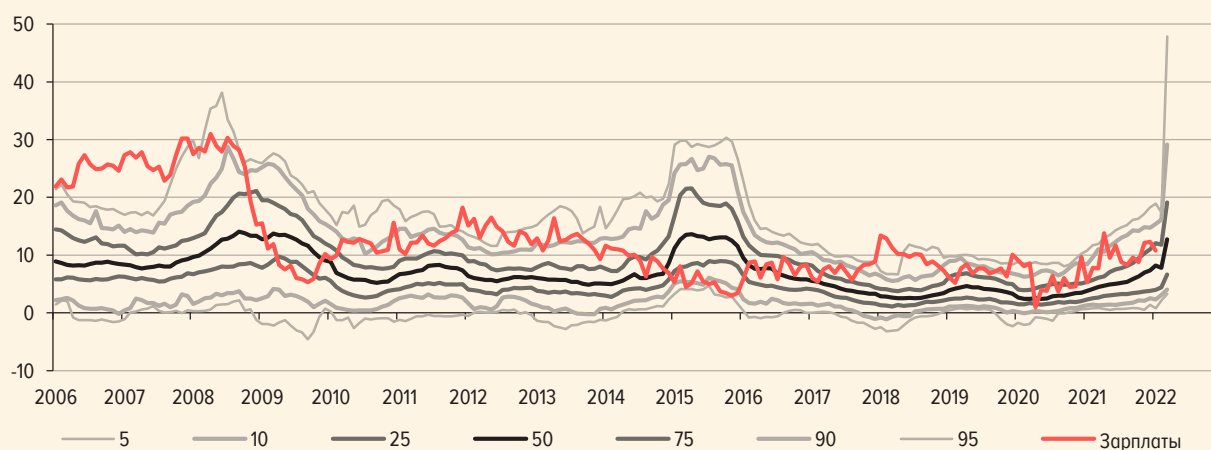
О ПОДСТРОЙКЕ ЦЕН К РЕЗКИМ ИЗМЕНЕНИЯМ ЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЙ В 2022 ГОДУ

При проведении денежно-кредитной политики Банк России учитывает не только характер факторов, воздействующих на инфляцию, но и разнородность ценовой динамики. В марте 2022 г. повышение инфляции произошло в значительной мере за счет взлета цен в определенных сегментах потребительского рынка – с высокой долей импорта и там, где возник ажиотажный спрос. Увеличилась доля товаров с темпами роста цен, достигшими многолетних максимумов¹ (рис. 1).

В целом расширение размаха ценовых колебаний характерно для эпизодов повышения курсовой волатильности. Как показывает сопоставление реакции цен на ослабление рубля в 2014–2016 гг., дополненное некоторым усилением санкционного давления, с периодом более стабильных внешних условий (2017–2019 гг.) сразу происходит быстрое ускорение роста цен при одновременном расширении диапазона ценовых приростов, которое продолжается еще примерно в течение года (рис. 2, 3). Главную роль играют сильно дорожающие группы товаров и услуг, а рост цен на основную часть потребительской корзины оказывается меньше, чем инфляция в среднем. При этом падает (практически

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН И ГОДОВЫЕ НОМИНАЛЬНЫЕ ЗАРПЛАТЫ (%)

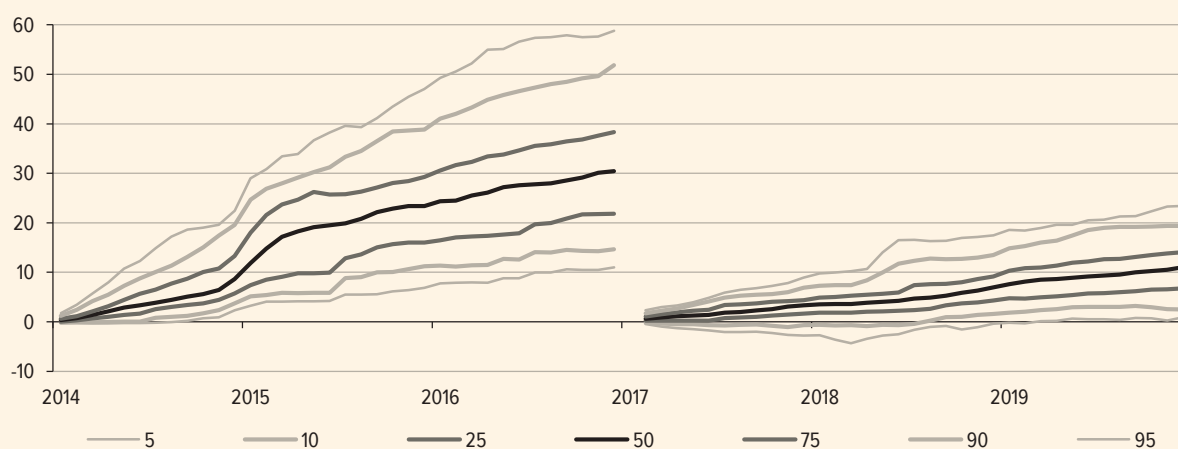
Рис. 1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НАКОПЛЕННОГО ПРИРОСТА ЦЕН (в % к декабрю базового года)

Рис. 2

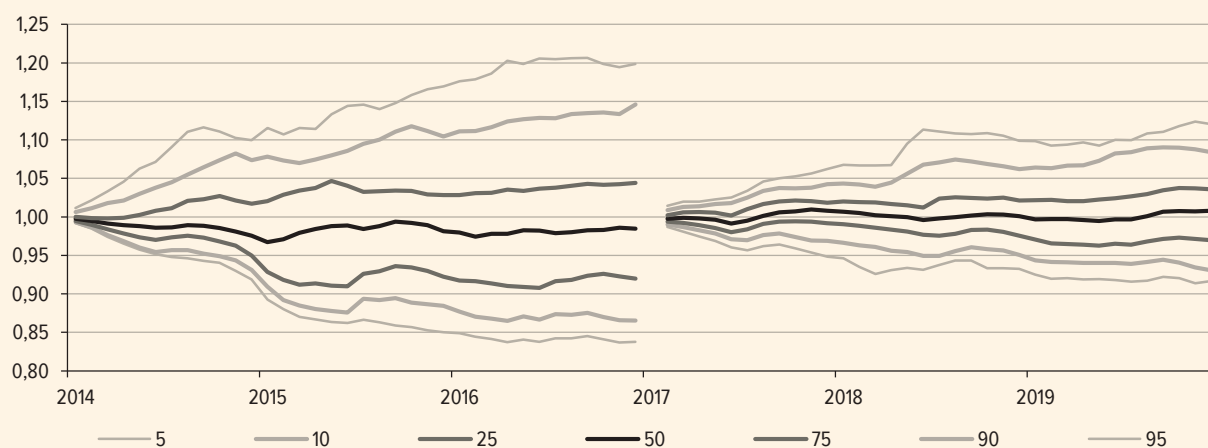


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

¹ Здесь и далее распределение ценовых приростов приведено без учета волатильных цен на отдельные виды продуктов питания (плодоовощную продукцию, сахар, подсолнечное масло, крупы), услуги зарубежного туризма и авиаперелеты (доля в ИПЦ в 2022 г. – 8%).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НАКОПЛЕННОГО РОСТА ЦЕН ОТНОСИТЕЛЬНО ИНФЛЯЦИИ

Рис. 3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДОЛЯ ТОВАРОВ И УСЛУГ С ОТРИЦАТЕЛЬНЫМ ГОДОВЫМ ПРИРОСТОМ ЦЕН (%)

Рис. 4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

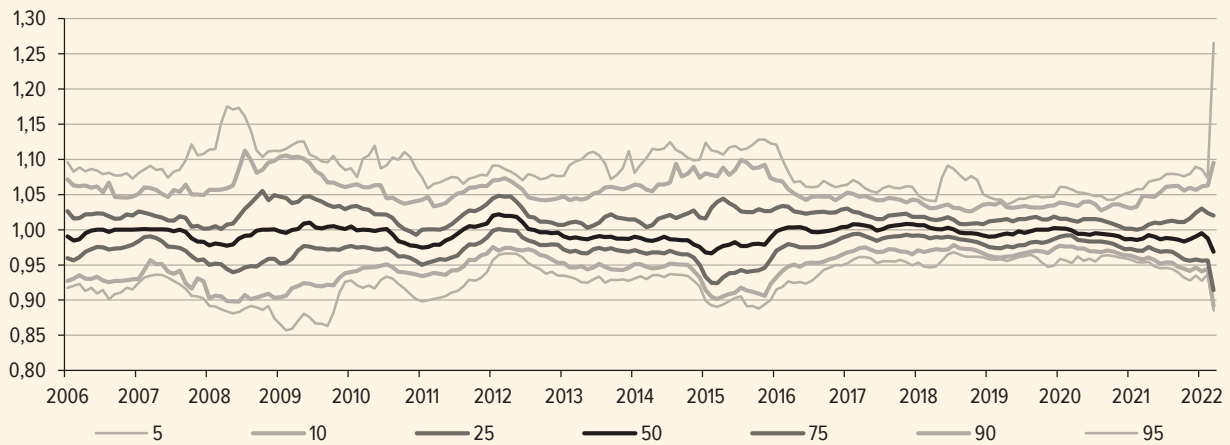
до нуля) доля товаров и услуг с отрицательным годовым приростом цен, хотя в стабильные периоды такие позиции обычно наблюдаются (рис. 4). В дальнейшем по мере коррекции обменного курса и исчерпания эффектов ажиотажного спроса общий рост цен замедляется; разброс относительных цен в целом стабилизируется через два года после негативного воздействия.

Однако в марте текущего года в отличие от предыдущих эпизодов инфляционный всплеск определили не только кратковременное ослабление рубля и связанные с ним эффекты. Новые санкции привели к разрыву производственных связей, логистических цепочек, нарушению работы системы платежей и расчетов. Инфляционные ожидания населения, усиленные опасениями прекращения поставок, практически достигли максимума за всю историю наблюдений (с 2010 г.). Как результат, разброс цен (с поправкой на уровень инфляции) увеличился существенно сильнее, чем ранее (рис. 5, 6).

Ценовая коррекция в этих условиях представляет собой гораздо более сложный процесс; она отражает также и структурную подстройку экономики к новым условиям. Ужесточение денежно-кредитной политики, направленное на быстрое сокращение отрыва инфляции от целевого значения, несло бы в себе нежелательные риски, включая дефляционные. В условиях достаточно устойчивой структуры относительных цен произошло бы не только уменьшение значений верхних перцентилей распределения. Возник бы риск устойчивого выхода нижних перцентилей в отрицательную область

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН ОТНОСИТЕЛЬНО ИНФЛЯЦИИ

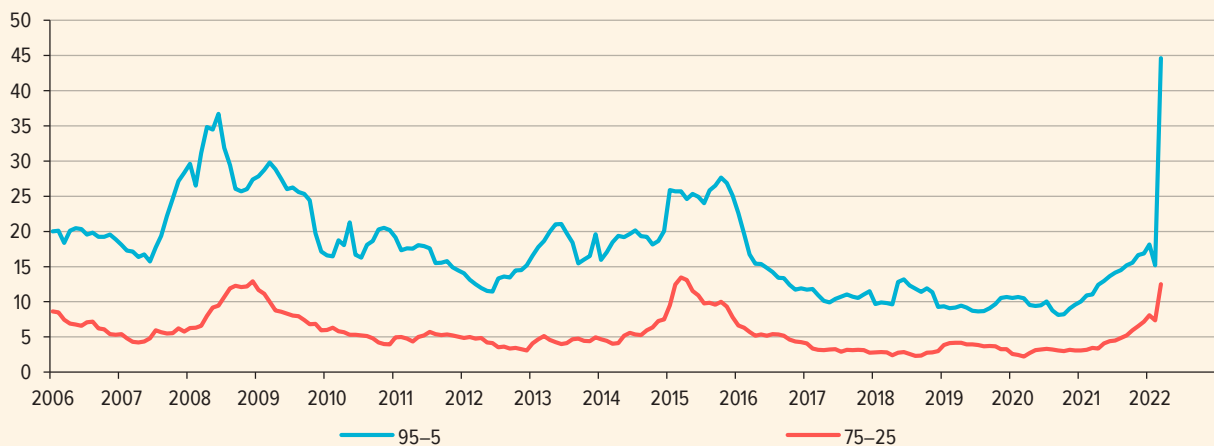
Рис. 5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИАПАЗОНЫ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН
(п.п.)

Рис. 6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

и повышения доли товарных позиций с отрицательной годовой инфляцией сверх обычных значений. А длительное снижение цен, пусть даже в отдельных сегментах рынка, несет в себе риски для экономической активности. Во-первых, оно формирует дефляционные ожидания. Потребители откладывают покупки на более поздний срок в ожидании дальнейшего удешевления товара, что ослабляет текущую потребительскую активность. Слабый спрос, в свою очередь, вынуждает продавцов и далее снижать цену для стимулирования продаж. Во-вторых, снижение цен на конечную продукцию негативно отражается на финансовом состоянии производителей в условиях номинальных жесткостей (например, ограничений на снижение зарплат) и значимой доли постоянных издержек в себестоимости. И это происходит в период, когда предприятия сталкиваются с ростом затрат, вызванным перестройкой производства и сбыта.

Поэтому возвращение инфляции к целевому значению может быть более продолжительным. Относительное смягчение денежно-кредитной политики с допущением более длительного периода отклонения инфляции вверх от цели облегчит предприятиям подстройку к новым условиям и позволит не допустить негативных последствий для выпуска. Поддержка предложения в дальнейшем снизит риски возникновения диспропорций с динамикой спроса и будет способствовать поддержанию ценовой стабильности.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ОТКЛОНЕНИЯ ИНФЛЯЦИИ В 2021 ГОДУ ОТ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА, ОПУБЛИКОВАННОГО В ОСНОВНЫХ НАПРАВЛЕНИЯХ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2021 ГОД И ПЕРИОД 2022 И 2023 ГОДОВ

Матрица сценариев макроэкономического прогноза, представленная в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов, очерчивала границы возможных вариантов развития экономики, рассматриваемых Банком России при принятии решений после внезапно охватившей в 2020 году все сферы деятельности человека пандемии коронавируса. Для формирования сценарных прогнозов Банк России исходил из предпосылок о скорости и устойчивости восстановления спроса, а также глубины падения потенциального выпуска, в том числе с учетом возможных отложенных эффектов из-за ограничений экономической активности.

В силу высокой неопределенности экономические прогнозы, представленные в конце 2020 г., претерпевали существенные уточнения и пересмотры по мере поступления статистической информации. Фактическая экономическая ситуация, сложившаяся в 2021 г., несмотря на близость отдельных макроэкономических показателей к диапазонам базового сценария, в целом оказалась за рамками матрицы сценариев Банка России.

Отклонение фактического уровня инфляции 8,4% за 2021 г. от середины прогнозного интервала составило +4,6 процентного пункта. Ретроспективный анализ¹ причин отклонения фактической динамики инфляции в 2021 г. от базового прогноза, опубликованного в октябре 2020 г., позволяет оценить недоучтенные факторы, формировавшие неопределенность того периода.

На графике ниже приведена декомпозиция на шоки отклонения факта от базового прогноза инфляции по итогам 2021 года.

Представленные на графике шоки можно разделить на две группы: проинфляционные, отклонившие вверх от прогноза фактически сложившуюся инфляцию, и дезинфляционные, способствовавшие более низкой инфляции по сравнению с прогнозом.

Основные проинфляционные шоки

- Рост мировых цен на продовольствие, начавшийся в конце 2020 г. и связанный со значимыми колебаниями как со стороны спроса, так и со стороны предложения на отдельных продовольственных рынках, продолжался в течение всего 2021 г. с наибольшим ускорением в IV квартале. Проинфляционное влияние данного шока не было заложено в сценарные предпосылки в полном объеме и его вклад в отклонение инфляции оценивается в размере **+2,1 процентного пункта**.
- Восстановление внутреннего спроса оказалось более стремительным по меркам исторических периодов выхода из кризиса, и его вклад оценивается в размере **+1,8 процентного пункта**.
- Денежно-кредитная политика оставалась мягкой в течение 2021 г. с постепенным ужесточением с середины года, что в совокупности с более мягкой бюджетной консолидацией внесло **+1,0 процентного пункта**.
- Более слабый курс относительно эндогенно формирующих его факторов вносит еще **+0,7 процентного пункта**.

Основные дезинфляционные шоки

- В базовом прогнозе предполагалось большее падение потенциального выпуска², чем Банк России оценивает на текущий момент. Вклад шоков предложения оценивается на уровне **0,4 процентного пункта**.
- Внешний спрос со стороны торговых партнеров и прочие факторы, связанные в том числе с уточнением статистики ВВП на истории и пересмотром циклической и трендовой части выпуска, вычитают еще **0,6 п.п.** из инфляции.

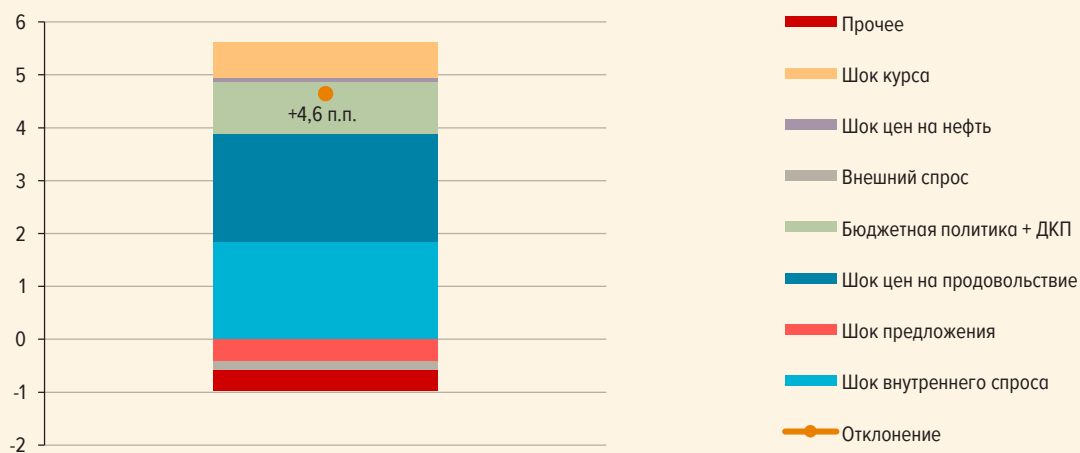
Согласно проведенному анализу, на отклонение инфляции в 2021 г. от прогноза, представленного в ОНЕГДКП 2021–2023 гг., наибольшее влияние оказали шоки, связанные с восстановлением внутреннего спроса и динамикой мировых цен на продовольствие. Шоки предложения, которые влияют на динамику потенциального выпуска, оказались наиболее близки к базовому сценарию, где не закладывалось существенной просадки потенциального выпуска в экономике.

¹ Декомпозиция на шоки получена в рамках логики квартальной прогнозной модели аналогично описанной во [врезке к Докладу о денежно-кредитной политике в апреле 2021 года](#).

² Врезка о влиянии пандемии коронавируса на потенциальный выпуск. [ОНЕГДКП 2021–2023 годов](#).

ДЕКОМПОЗИЦИЯ НА ШОКИ ОТКЛОНЕНИЯ ФАКТА ОТ ПРОГНОЗА ИНФЛЯЦИИ НА 2021 ГОД ИЗ ОНЕГДКП
2021–2023 ГОДОВ

Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ

Информационно-аналитические комментарии Банка России, вышедшие после публикации ДоДКП 1/22 21 февраля 2022 г.¹:

1. [Динамика потребительских цен. № 2 \(74\). Февраль 2022 г. \(21 марта 2022 г.\)](#).
2. [Динамика потребительских цен. №3 \(75\). Март 2022 г. \(13 апреля 2022 г.\)](#).
3. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 3 \(63\). Март 2022 г. \(23 марта 2022 г.\)](#).
4. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 4 \(64\). Апрель 2022 г. \(21 апреля 2022 г.\)](#).
5. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки. № 2 – 3 \(72–73\). Февраль – март 2022 г. \(15 апреля 2022 г.\)](#).

¹ В скобках указана дата публикации на официальном сайте Банка России.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ИНСТРУМЕНТАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ¹

Табл. 1

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Ставки в спредах к ключевой ставке (п.п.)	С 04.05.2022															
						C 04.05.2022	C 11.04.2022	C 25.03.2022	C 01.03.2022	C 28.02.2022	C 14.02.2022	C 20.12.2021	C 25.10.2021	C 13.09.2021	C 26.07.2021	C 15.06.2021	C 26.04.2021	C 22.03.2021	C 27.07.2020		
Предоставление ликвидности	Операции постоянно-го действия	Кредиты овернайт, ломбардные кредиты, кредиты, обеспеченные рыночными активами; операции репо; сделки «валютный своп» ²	1 день	Ежедневно	+1,00	15,00	18,00	21,00	21,00	21,00	10,50	9,50	8,50	7,75	7,50	6,50	6,00	5,50	5,25		
			От 2 до 90 дней ³			15,00	18,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
			От 2 до 90 дней ³ От 91 до 549 дней ³			15,00	18,00	21,00	21,00	21,25	10,25	9,25	8,50	8,25	7,25	6,75	6,25	6,00	6,25	6,25	6,00
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных рыночными активами	3 месяца ³	Ежемесячно ⁴	+0,25	14,25	17,25	20,25	20,25	20,25	9,75	8,75	7,75	7,00	6,75	5,75	5,25	4,75	4,50	4,50	
			1 год ³			14,25	17,25	20,25	20,25	20,25	9,60	7,60	6,85	6,60	5,60	5,10	4,60	4,35	4,35	4,35	
			1 месяц			14,10	17,10	20,10	20,10	20,10	9,60	8,60	7,85	6,60	5,60	5,10	4,60	4,60	4,60	4,60	
		Аукционы репо	Аукционы «валютный своп» ²	1 неделя	Еженедельно ⁵	0,00	14,00	17,00	20,00	20,00	20,00	9,50	8,50	7,50	6,75	6,50	5,50	5,00	4,50	4,25	4,25
				От 1 до 6 дней			14,00	17,00	20,00	20,00	20,00	9,50	8,50	7,50	6,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50
			От 1 до 2 дней	14,00	17,00	20,00	20,00	20,00	9,50	8,50	7,50	6,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	
			От 1 до 6 дней	14,00	17,00	20,00	20,00	20,00	9,50	8,50	7,50	6,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	1 неделя	Еженедельно ⁵	-1,00	13,00	16,00	19,00	19,00	19,00	8,50	7,50	6,50	5,50	4,50	4,00	3,50	3,25	3,25	3,25	
						Депозитные операции	13,00	16,00	19,00	19,00	19,00	8,50	7,50	6,50	5,50	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
	Операции постоянно-го действия	Депозитные операции	1 день	Ежедневно	-1,00	13,00	16,00	19,00	19,00	19,00	8,50	7,50	6,50	5,50	4,00	3,50	3,25	3,25	3,25		

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

² Ставки установлены Советом директоров Банка России.

³ Указана процентная ставка по рублевой части, процентная ставка по долларам США приравнена к ставке SOFR, процентная ставка по евро приравнена к ставке €STR; операции приравнены в связи с изменением внешних экономических условий.

⁴ Кредиты и операции репо по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

⁵ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

⁶ Операции «тонкой настройки».

⁷ С 01.03.2022, ранее – «+1,75».

Источник: Банк России.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
(млрд руб.)

Табл. 2

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности							
					№ 01.01.2021	№ 01.04.2021	№ 1.07.2021	№ 1.10.2021	№ 01.01.2022	№ 01.04.2022	№ 01.05.2022	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Операции репо			0,1	0,4	0,4	10,6	2,6	91,6	2,7	
		Сделки «валютный своп» ¹			118,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	
	Операции на открытом рынке	Ломбардные кредиты	От 1 до 90 дней	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	61,3
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	5,1	246,1	5,4	35,2	790,1	55,5	4,9		
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
		Аукционы репо	1 год	36,7	52,6	47,9	47,9	15,6	75,1	75,3		
			1 месяц	810,2	50,2	100,4	60,3	100,8	111	0,0		
			1 неделя	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2212,2	691,4		
		Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	843,9	1650,0	1190,7	780,0	1625,9	0,0	0,0		
1 неделя	574,9		645,1	626,4	603,4	0,0	0,0	0,0				
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные операции	1 день	Ежедневно	376,7	122,1	123,5	243,1	1177,9	3107,8	2827,4	

¹ Приостановлены с февраля 2022 г. в связи с изменением внешних экономических условий.² Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 года.³ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.⁴ Аукционы «тонкой настройки».⁵ Как правило, размещение ОБР нового выпуска происходит раз в месяц, следующее его размещение – раз в неделю. В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, указывается объем ОБР в обращении по номинальной стоимости с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день. С 19.10.2021 аукционы по размещению ОБР не проводятся.

Источник: Банк России.

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ
(%)

Табл. 3

Вид обязательств	Даты действия						
	01.12.2017 – 31.07.2018	01.08.2018 – 31.03.2019	01.04.2019 – 30.06.2019	с 01.07.2019 ¹	с 03.03.2022 ²	с 01.04.2022 ³	с 01.05.2022 ⁴
Банки с универсальной лицензией							
Перед физическими лицами в рублях							
По иным обязательствам в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	2,00	2,00	2,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях							
Перед физическими лицами в иностранной валюте	6,00	7,00	7,00	8,00	2,00	2,00	4,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00	2,00	2,00	
По иным обязательствам в иностранной валюте							
Небанковские кредитные организации							
Перед физическими лицами в рублях							2,00
По иным обязательствам в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	2,00	2,00	
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях							
Перед физическими лицами в иностранной валюте	6,00	7,00	7,00	8,00	2,00	2,00	
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00	2,00	2,00	
По иным обязательствам в иностранной валюте							
Банки с базовой лицензией							
Перед физическими лицами в рублях							1,00
По иным обязательствам в рублях	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	2,00	1,00	4,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте	6,00	7,00	7,00	8,00	2,00	2,00	
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00	2,00	2,00	
По иным обязательствам в иностранной валюте							

¹ Указание Банка России от 31 мая 2019 г. № 5158-У. См. пресс-релиз от 31 мая 2019 г. на сайте Банка России.² Указание Банка России от 3 марта 2022 г. № 6082-У. См. пресс-релиз от 2 марта 2022 г. на сайте Банка России.³ Указание Банка России от 23 марта 2022 г. № 6099-У. См. пресс-релиз от 21 марта 2022 г. на сайте Банка России.⁴ Указание Банка России от 29 апреля 2022 г. № 6135-У. См. пресс-релиз от 29 апреля 2022 г. на сайте Банка России.

Источник: Банк России.

КОЭФФИЦИЕНТ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 4

Вид кредитных организаций	Даты действия			
	с 01.07.2019 ¹	с 03.03.2022 ²	с 01.04.2022 ³	с 01.05.2022 ⁴
Банки с универсальной лицензией, банки с базовой лицензией	0,8	0,9	0,9	0,9
Небанковские кредитные организации	1,0	1,0	1,0	1,0

¹ Указание Банка России от 31.05.2019 № 5158-У «Об обязательных резервных требованиях».² Указание Банка России от 03.03.2022 № 6082-У «Об обязательных резервных требованиях».³ Указание Банка России от 23.03.2022 № 6099-У «Об обязательных резервных требованиях». С 01.08.2004 по 31.03.2022 кредитные организации, отвечающие определенным критериям, имеют право рассчитывать усредняемую величину обязательных резервов с применением коэффициента усреднения не выше коэффициентов усреднения, установленных Банком России. С 01.04.2022 в обязательном порядке применяются единые коэффициенты усреднения.⁴ Указание Банка России от 29.04.2022 № 6135-У «Об обязательных резервных требованиях».

Источник: Банк России.

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ НА 2020 – 2021 ГГ. И ИНФОРМАЦИЯ О ВЫПОЛНЕНИИ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ ТРЕБОВАНИЙ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ Табл. 5

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно		Фактические средненедельные остатки средств на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы на счетах для их учета (млрд руб.)
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов			
11.12.2019 – 14.01.2020	35	Ноябрь 2019	13.12.2019 – 17.12.2019	2 526	2 428	617
15.01.2020 – 11.02.2020	28	Декабрь 2019	22.01.2020 – 24.01.2020	2 479	2 418	618
12.02.2020 – 10.03.2020	28	Январь 2020	14.02.2020 – 18.02.2020	2 474	2 398	613
11.03.2020 – 07.04.2020	28	Февраль 2020	16.03.2020 – 18.03.2020	2 536	2 431	622
08.04.2020 – 12.05.2020	35	Март 2020	14.04.2020 – 16.04.2020	2 685	2 605	665
13.05.2020 – 09.06.2020	28	Апрель 2020	20.05.2020 – 22.05.2020	2 700	2 635	671
10.06.2020 – 07.07.2020	28	Май 2020	15.06.2020 – 17.06.2020	2 636	2 570	656
08.07.2020 – 04.08.2020	28	Июнь 2020	14.07.2020 – 16.07.2020	2 590	2 529	647
05.08.2020 – 08.09.2020	35	Июль 2020	14.08.2020 – 18.08.2020	2 632	2 578	659
09.09.2020 – 06.10.2020	28	Август 2020	14.09.2020 – 16.09.2020	2 699	2 634	673
07.10.2020 – 10.11.2020	35	Сентябрь 2020	14.10.2020 – 16.10.2020	2 753	2 688	686
11.11.2020 – 08.12.2020	28	Октябрь 2020	16.11.2020 – 18.11.2020	2 806	2 737	699
09.12.2020 – 12.01.2021	35	Ноябрь 2020	14.12.2020 – 16.12.2020	2 902	2 791	714
13.01.2021 – 09.02.2021	28	Декабрь 2020	22.01.2021 – 26.01.2021	2 879	2 818	721
10.02.2021 – 09.03.2021	28	Январь 2021	12.02.2021 – 16.02.2021	2 895	2 825	722
10.03.2021 – 06.04.2021	28	Февраль 2021	15.03.2021 – 17.03.2021	2 965	2 906	741
07.04.2021 – 11.05.2021	35	Март 2021	14.04.2021 – 16.04.2021	3 011	2 934	749
12.05.2021 – 08.06.2021	28	Апрель 2021	18.05.2021 – 20.05.2021	3 082	3 006	772
09.06.2021 – 06.07.2021	28	Май 2021	15.06.2021 – 17.06.2021	3 134	3 032	772
07.07.2021 – 10.08.2021	35	Июнь 2021	14.07.2021 – 16.07.2021	3 169	3 039	774
11.08.2021 – 07.09.2021	28	Июль 2021	13.08.2021 – 17.08.2021	3 194	3 059	778
08.09.2021 – 12.10.2021	35	Август 2021	14.09.2021 – 16.09.2021	3 243	3 104	789
13.10.2021 – 09.11.2021	28	Сентябрь 2021	14.10.2021 – 18.10.2021	3 265	3 132	794
10.11.2021 – 07.12.2021	28	Октябрь 2021	16.11.2021 – 18.11.2021	3 292	3 149	800
08.12.2021 – 11.01.2022	35	Ноябрь 2021	14.12.2021 – 16.12.2021	3 353	3 207	815
12.01.2022 – 08.02.2022	28	Декабрь 2021	21.01.2022 – 25.01.2022	3 323	3 245	825
09.02.2022 – 08.03.2022	28	Январь 2022	14.02.2022 – 16.02.2022	3 307	3 305	843
09.03.2022 – 12.04.2022	35	Февраль 2022	15.03.2022 – 17.03.2022	1 465	1 283	150

Табл. 6

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	Март 2021	Апрель 2021	Май 2021	Июнь 2021	Июль 2021	Август 2021	Сентябрь 2021	Октябрь 2021	Ноябрь 2021	Декабрь 2021	Январь 2022	Февраль 2022	Март 2022
Реальный сектор													
Инфляция	% г/г	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4	8,1	8,4	8,4	8,7	9,2
ВВП*	% г/г	-0,3			10,5	10,5	4,0	4,0		5,0			
ВВП в текущих ценах*	трлн руб.	27,1			30,9	30,9	34,2			38,8			
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	3,4	13,7	14,3	11,3	6,2	4,0	4,1	6,0	7,0	8,1	5,4	1,9
Промышленное производство	% г/г												
Производство сельхозпродукции	% г/г	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-10,3	-6,4	4,9	12,0	0,8	1,1	3,0
Строительство	% г/г	6,3	9,5	9,8	12,1	4,9	5,5	1,1	1,7	8,7	1,6	5,0	5,9
Инвестиции в основной капитал*	% г/г	3,3			11,0			7,9		7,6			
Грузооборот транспорта	% г/г	4,1	6,3	11,3	13,1	9,3	6,0	5,2	5,7	5,6	7,7	1,1	3,5
PMI Composite Index	% SA	54,6	54,0	56,2	55,0	51,7	48,2	50,5	49,5	48,4	50,2	50,3	50,8
Оборот розничной торговли	% г/г	-2,5	36,3	28,0	11,5	5,7	5,8	6,2	4,6	3,6	5,6	3,2	5,7
Реальные располагаемые доходы*	% г/г	-3,9			6,8			8,8		0,5			-1,2
Реальная заработная плата	% г/г	1,8	7,8	3,3	4,9	2,2	1,5	2,0	0,6	3,4	1,9	2,6	
Номинальная заработная плата	% г/г	7,7	13,8	9,5	11,7	8,8	8,3	9,6	8,8	12,1	12,3	10,8	12,0
Уровень безработицы	% SA	5,4	5,2	5,0	4,9	4,6	4,6	4,4	4,3	4,2	4,2	4,0	4,0
Банковский сектор													
Широкая денежная масса	% г/г; ИВП	11,0	11,7	11,6	9,9	9,1	9,5	10,2	10,7	11,0	11,1	11,6	10,8
Денежная масса (агрегат M2)	% г/г	11,3	11,8	11,5	9,5	8,6	8,2	8,2	8,8	11,0	13,0	13,4	14,6
Депозиты населения	% г/г; ИВП	3,5	5,4	4,2	2,7	3,1	3,5	4,6	6,1	5,8	5,5	5,9	1,7
в рублях	% г/г	4,2	6,0	4,4	2,5	3,0	3,4	4,0	5,5	6,3	6,8	7,8	5,2
в иностранной валюте	% г/г	1,4	3,4	3,0	3,5	3,3	3,9	7,0	8,8	4,2	0,8	-1,0	-10,7
долларизация	%	21,3	20,6	20,8	20,7	20,8	20,9	20,8	20,4	20,9	19,9	20,6	20,4
Кредиты финансовым и нефинансовым организациям	% г/г; ИВП	9,0	10,3	11,5	11,4	11,1	10,5	11,0	11,7	12,1	12,3	12,5	14,1
краткосрочные (до 1 года)	% г/г; ИВП	9,9	10,3	11,9	10,7	11,8	11,2	10,5	12,2	11,5	12,6	13,2	14,8
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г; ИВП	8,6	10,4	11,5	12,0	12,9	12,4	13,4	13,6	13,9	14,2	14,3	15,8
Кредиты населению	% г/г; ИВП	14,4	17,6	19,9	21,6	21,7	21,8	21,8	21,5	21,8	22,7	23,0	23,4
ипотечные жилищные кредиты	% г/г; ИВП	23,2	25,7	27,2	29,0	28,7	27,8	26,7	25,3	25,1	26,7	27,0	27,4
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	8,9	12,5	15,2	17,0	17,8	18,5	19,2	19,0	19,7	20,1	20,2	20,5

Обозначения:

* – данные за квартал;

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года;

SA – сезонно скорректированный;

ВЭД – виды экономической деятельности;

ИВП – с исключением валютной переоценки.

Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты Банка России.

Табл. 7

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

		I квартал 2020	II квартал 2020	III квартал 2020	IV квартал 2020	I квартал 2021	II квартал 2021	III квартал 2021	IV квартал 2021	I квартал 2022 ¹
Платежный баланс²										
Цена нефти марки Urals	% г/г	-24,3	-52,0	-29,0	-28,8	22,3	106,7	63,8	73,0	49,1
Курс к доллару («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	% г/г	0,0	-10,7	-12,2	-16,4	-11,1	-2,5	0,1	5,0	-12,3
Экспорт товаров и услуг	% г/г	-11,2	-31,1	-25,0	-16,1	1,5	58,4	62,7	58,8	49,6
Импорт товаров и услуг	% г/г	0,4	-23,5	-20,2	-9,7	4,6	41,0	32,4	23,4	14,4
Счет текущих операций										
	млрд долл. США	24,1	1,5	4,0	6,6	22,5	17,5	35,5	46,6	58,2
Товары и услуги	млрд долл. США	27,7	14,8	15,3	19,5	25,8	34,9	47,4	62,2	66,3
Экспорт	млрд долл. США	103,2	80,8	89,8	107,7	104,8	128,0	146,1	170,9	156,7
Импорт	млрд долл. США	75,5	66,0	74,5	88,1	79,0	93,1	98,7	108,7	90,4
Баланс первичных и вторичных доходов	млрд долл. США	-3,7	-13,3	-11,3	-13,0	-3,3	-17,5	-11,9	-15,7	-8,1
Доходы к получению	млрд долл. США	13,7	13,5	14,8	16,2	16,6	19,6	27,4	31,8	22,5
Доходы к выплате	млрд долл. США	17,4	26,8	26,1	29,2	19,8	37,1	39,3	47,4	30,6
Счет операций с капиталом	млрд долл. США	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	млрд долл. США	24,0	1,3	3,9	6,3	22,7	17,3	35,4	46,4	58,2
Финансовый счет, в т. ч. изменение резервных активов	млрд долл. США	24,4	1,7	6,3	6,9	22,7	18,3	33,4	48,4	58,0
Чистое принятие обязательств	млрд долл. США	-13,8	-3,0	-13,4	-9,7	-0,3	2,8	32,3	0,6	3,9
Чистое приобретение финансовых активов	млрд долл. США	10,6	-1,3	-7,1	-2,8	22,4	2,1	65,7	49,0	61,9
Чистые ошибки и пропуски	млрд долл. США	0,3	0,4	2,5	0,6	0,0	1,0	-2,0	2,1	-0,3
Справочно: сальдо финансовых операций частного сектора	млрд долл. США	19,1	12,5	8,5	10,2	17,5	6,1	27,9	21,0	64,2

¹ Оценка.² В знаках РЛББ.

ГЛОССАРИЙ

БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ

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

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА

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

ДЕНЕЖНАЯ МАССА

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (M0, M1, M2, широкая денежная масса).

ДЕНЕЖНАЯ МАССА В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ (ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ M2)

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

ДОЛЛАРИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (ИПЦ)

Отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

ИНДЕКСЫ MSCI

Группа индексов, рассчитываемых Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются индексы по отдельным странам (в том числе России), глобальные индексы (по различным регионам, по развитым странам и странам с формирующимися рынками) и «мировой» индекс.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений о денежно-кредитной политике.

ИНФЛЯЦИЯ

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины: набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также статью «Индекс потребительских цен»).

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ

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

КРЕДИТНЫЙ ДЕФОЛТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP, CDS)

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

ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

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

НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА

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

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

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

ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ

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

ОПЕРАЦИИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

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

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

РЕЖИМ ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА

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

СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ

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

ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

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

ЭТАЛОННАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА RUONIA (RUBLE OVERNIGHT INDEX AVERAGE)

Взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АЕБ – Ассоциация европейского бизнеса

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

б.п. – базисный пункт (0,01 процентного пункта)

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

БРИКС – группа из пяти стран, включающая Бразилию, Россию, Индию, Китай и Южно-Африканскую Республику

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДУ – договор долевого участия

ДодКП – Доклад о денежно-кредитной политике (1/22 – № 1, 2022 г.)

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ИВП – исключая валютную переоценку

ИПЦ – индекс потребительских цен

КОД – коэффициент обслуживания долга (отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов)

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

мбс – млн баррелей в сутки

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

ОБР – облигации Банка России

ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

ОФЗ – облигации федерального займа

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ПСК – полная стоимость кредита

п.п. – процентный пункт

РПББ – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»

СЗКО – системно значимые кредитные организации

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

УБК – условия банковского кредитования

ФАО (Food and Agriculture Organization of the United Nations, FAO) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН

ФНБ – Фонд национального благосостояния

ФРС – Федеральная резервная система США

MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)

MIACR-B – Moscow Interbank Actual Credit Rate-B-Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам со спекулятивным кредитным рейтингом)

MIACR-IG – Moscow Interbank Actual Credit Rate-Investment Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам с инвестиционным кредитным рейтингом)

PMI – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)

RUONIA (Ruble Overnight Index Average) – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт

SA – с исключением сезонности

SAAR – сезонно сглаженная динамика в аннуализированном выражении

